证券研究报告

证券

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

推荐 （维持）

重点公司

重点公司	评级
华泰证券	增持
中信证券	增持
浙商证券	增持
东方财富	增持
国联证券	增持

来源：兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《一叶之秋系列五：场外衍生品，券商的下一个用表方向》2024-01-16

《一叶知秋系列四：不破不立，金融危机后海外综合投行转型启示录（下）》2022-05-12

《一叶知秋系列三：不破不立，金融危机后海外综合投行转型启示录（上）》2022-03-16

分析师：

徐一洲

S0190521060001

研究助理：

一叶知秋系列六：

上市证券公司如何开展市值管理工作？

2024 年 5 月 23 日

投资要点

- 市值管理是指将上市公司的经营发展与资本市场运作相结合的战略管理模式，增强上市公司在进行各种内部决策时对于公司市值影响的考量，通过建立和资本市场及时有效的信息传递，使得公司股价相对充分地反映公司内在价值，实现以内在价值为支撑的公司市值与投资者利益最大化的管理方式。市值管理的重点应落在价值实现与价值经营上，价值经营应考虑公司市值与内在价值之间的差异， 做到相机而动，实现公司与利益相关者利益最大化。

- 上市证券公司开展市值管理工作的必要性体现在三个方面： 1） 随着近期国资委多次发文，自上而下强调市值管理的重要性，上市证券公司作为央国企的重要组成部分，做好市值管理相关工作是应有之义； 2）维持必要的融资能力是一个公司上市的意义，对于上市的证券公司亦然，过低的估值水平会影响公司融资能力的发挥， 因此上市券商理应维持估值水平在合理区间。目前已经约有 13 家上市券商的 PB 估值低于 1 倍净资产；3）随着新股发行的不断增加，上市公司作为交易标的的供给端，已经从相对不足演变为相对过剩的阶段，2007 年至今上市券商家数从 8 家跃升至 43 家，作为同质化的行业，对正股交易流动性的争夺逐步成为当下上市券商的重要选择。

- 我们重点聚焦对市值管理绩效评估方式标准： 1）PB 在对标公司之间的相对估值：从实务经验来看， PB 绝对估值并不和盈利能力完全正相关，会受到新股发行的定价方式和上市后交易节奏的影响；复盘来看，当市场交易特定的方向会给公司带来明显的估值扩张机会，如若能有效利用这个阶段配合公司的资本运作节奏，则往往能够事半功倍。2）股票流动性：基于自由流通股本的换手率能够更好体现股票的流动性，流动性是市值管理的重要前提，历史上的交易风格、公司的股权结构、公司的市场形象会影响股票的流动性。 3）分析师的覆盖度和评级水平： 目前国内上市券商的分析师覆盖分化非常明显，截至 2024 年 5 月 15 日， 28 家上市公司 2024 年每股收益预测家数不足 3 家，其中 2 家公司无每股收益预测，未来预计 3 家覆盖是标配。

- 我们对于上市券商市值管理工作的建议： 1） 以手续费业务为增长核心的宏大叙述，相对更容易打开估值扩张的空间，目前市场在对于商业模式特殊的东方财富和部分中小券商的定价时已经开始采用成长股的定价范式，但这对于规模和利润量级已经相对较大的公司而言可能存在一定的难度。2）通过引入战略投资者等方式多元化自身的股权结构， 实控人持有的股权比例越高，会导致公司较同类型的对标公司相比自由流通股本偏少，对于公司的流动性会形成制约，根据上市公司的实务经验来看 30-35%的持股比例已经完全足够对于公司形成控制权；对于一些股权结构相对集中的券商来说，通过引入战略投资者， 一方面可以多元化自身的股权结构，完善公司治理机制，借力战略投资者的产业资源，另一方面在当前股权融资受限的背景下可以实现一定的资本补充。3）通过高质量的信息披露和投资者交流充分彰显公司价值，具体形式包括可以提升信息披露的质量让投资者更加深度的理解公司发展逻辑；可以加强投资者交流频次，目前头部 AH 两地上市的券商在中报和年报后往往会举办分析师交流会； 有效利用卖方研究的传声筒角色等等。

- 风险提示：权益市场大幅波动风险、监管周期趋严风险、大幅计提信用减值损失风险、佣金费率出现大幅下行风险、 公司非公开数据泄露风险。

目录

一、我们怎么去定义市值管理 ..... - 3 -
二、上市券商市值管理必要性 ..... - 4 -
2.1、市值管理逐步纳入央国企的考核体系 ..... - 4 -
2.2、维持合理估值水平才能保有融资能力 ..... - 5 -
2.3、随着上市券商公司增加资金争夺加剧 ..... - 7 -
三、证券公司市值管理的评价体系 ..... - 7 -
3.1、维度一：客观看待市盈率估值的差异 ..... - 8 -
3.2、维度二： 提升公司股票交易的流动性 ..... - 10 -
3.3、维度三： 建立好分析师沟通交流机制 ..... - 13 -
四、对于证券公司市值管理的建议 ..... - 14 -
五、风险提示 ..... - 16 -

图目录

图 1、公司市值和内含价值的关系 ..... - 3 -

表目录

表 1、2022 年以来自上而下监管对于市值管理的强调程度在提升 ..... - 4 -
表 2、部分上市券商估值破净（单位：倍） ..... - 5 -
表 3、2021 年以来部分券商通过配股方式进行再融资 ..... - 6 -
表 4、2017 年以来部分券商发行的可转债顺利转股 ..... - 6 -
表 5、三轮牛市下上市券商自由流通市值及市场成交扩张情况 ..... - 7 -
表 6、上市券商盈利与估值水平并非完全线性相关 ..... - 8 -
表 7、当前券商 PB 与 IPO 发行价格对应 PB 已呈现较大分化 ..... - 9 -
表 8、2021 年公募高景气时资管利润占比高的公司演绎估值扩张的故事（单位：亿元） ..... - 10 -
表 9、部分上市券商换手率情况 ..... - 10 -
表 10、部分上市券商自由流通市值情况 ..... - 11 -

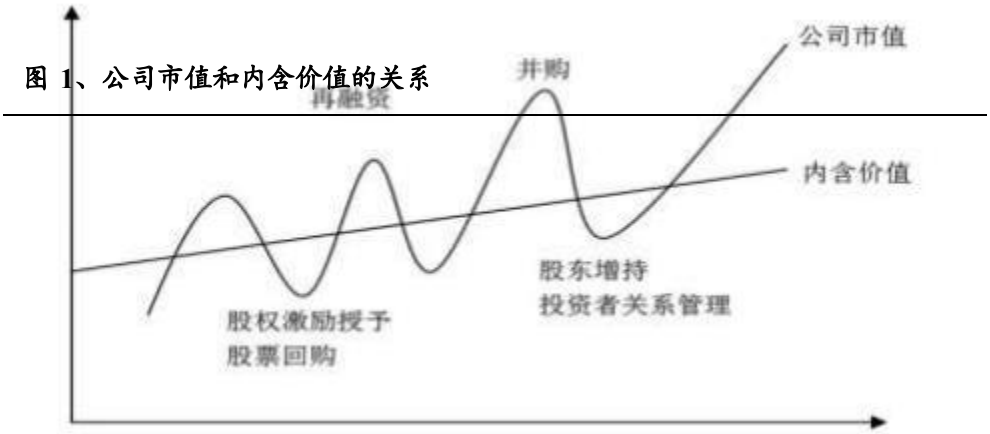
表 11、主动型公募基金持仓市值占比前十大券商 ..... - 12 -
表 12、股东户数越高标志着个人投资者关注度越高 ..... - 12 -
表 13、部分上市券商分析师覆盖情况 ..... - 13 -
表 14、第一大股东持股比例在 30%以上的上市券商 ..... - 15 -

一、我们怎么去定义市值管理

2014 年 5 月， 国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中，首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”，这标志着市值管理的实践正式开启一个全面推开的新阶段。当时无论在学术界和实务界对于“市值管理”并没有非常明确的定义， 由于对市值管理概念的错误解读，资本市场上以各种方式拉抬股价的“伪市值管理”行为层出不穷，部分公司简单地将市值管理等同于股价管理，通过操纵股价或进行资本运作来推高市值，背离了市值管理的初衷，此后监管对于“市值管理”进行了拨乱反正。

结合各方面文献，我们认为，市值管理是指将上市公司的经营发展与资本市场运作相结合的战略管理模式，即建立一种长期的组织机制，增强公司在进行各种内部决策时对于公司市值影响的考量，通过建立和资本市场及时有效的信息传递，使股价相对充分地反映公司内在价值， 实现以内在价值为支撑的公司市值与投资者利益最大化。市值管理的重点应落在价值实现与价值经营上， 价值经营应考虑公司市值与内在价值之间的差异，做到相机而动，实现公司与利益相关者的利益最大化。当公司市值显著低于内在价值时，市值管理要求内部人采取措施向市场传递积极信息，具体措施包括主要股东和董监高股票增持、上市公司股票回购、投资者关系管理等；而当公司市值高于内在价值时，内部人应利用公司的估值优势，相机实施融资、并购等行为，降低公司投融资成本，实现公司内在价值与市值的双重提升。[1]

图 1、公司市值和内含价值的关系



资料来源：《市值管理的综合分析框架》，兴业证券经济与金融研究院整理

[1] 李旎等.市值管理的综合分析框架: 理论与实践[J].会计与经济研究， 2018，32(2)：75-95

二、上市券商市值管理必要性

2.1、市值管理逐步纳入央国企的考核体系

国资委自上而下强调市值管理的重要性，上市证券公司作为央国企的重要组成部分，做好市值管理相关工作是应有之义。2021 年，国务院国资委下发《关于做好央企控股上市公司 2021 年投资者沟通工作有关事项的通知》，提出央企要全面梳理上市公司投资者沟通工作情况，指导境内上市公司在 2020 年年度报告披露后，及时召开业绩说明会，帮助投资者更好了解上市公司情况，原则上要求上市公司董事长、总经理亲自参加。2024 年 1 月 24 日，在国新办新闻发布会上，国务院国资委产权管理局负责人谢小兵明确表示，将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。2024 年 1 月 29 日，在中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，国务院国资委表示，在前期试点探索、积累经验的基础上，全面推开上市公司市值管理考核。

表 1、2022 年以来自上而下监管对于市值管理的强调程度在提升

时间	会议文件名称	主要相关表述
2022/5/27	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	树立科学市场价值观，合力打造价值实现新局面。 **中央企业和上市公司要树立科学市场价值观，既要重视资本市场表现， 努力推动上市公司市场价值与内在价值相匹配，积极维护股东权益**，促进国有资产保值增值，又要尊重市场规律，充分认识到上市公司的市场表现受宏观经济、行业周期等多重因素影响，以客观务实的态度看待市场价值。
2022/7/21	提高央企控股上市公司质量工作推进会	各中央企业要认真贯彻落实国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》，着力构建定位清晰、梯次发展的上市平台格局， **着力打造内在价值和市场价值的“双优生”，着力当好中央企业和资本市场守正创新的“先锋队”**；要抓紧编制具体方案，并加强组织领导，压实工作责任，切实抓好组织实施，确保取得实实在在的成效。
2022/12/2	《中央企业综合服务三年行动计划(2022-2025)》	上交所同步制定了新一轮央企综合服务相关安排，涉及央企上市公司的主要举措有三方面。其一是服务推动央企估值回归合理水平。 **推动央企上市公司主动与投资者沟通交流，提升透明度，组织引导各类投资者走进央企、了解央企、认同央企。**
2024/1/24	国新办新闻发布会	**国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。**在前期推动央企把价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好回报投资者。
2024/1/25	中国证监会 2024 年系统工作会议	加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强， **推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。**
2024/1/29	中央企业、地方国资委考核分配工作会议	**2024 年将全面推开央企上市公司市值管理考核。** 坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效，同时对踩红线、越底线的违规事项加强惩戒，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。
2024/4/12	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	推动上市公司提升投资价值。 **制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。**引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。

2024/5/10	《关于修订〈关于加强上市证券公司监管的规定〉的决定》	**强调上市证券公司应当建立、健全投资者关系管理活动相关制度及程序，在保证信息披露合规性和公平性的基础上，以积极、认真、专业的态度回应投资者关注，客观、真实、准确、完整地介绍和反映公司的实际状况**；上市证券公司投资者关系管理工作人员应当具备履行职责所必需的专业知识，具有良好的职业素养。证券公司母公司为上市公司的，证券公司应当指定专人配合，就涉及证券公司经营等相关事项作出专业回应。

资料来源：中央人民政府官网、国资委、证监会、上交所、人民网、中国证券报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、维持合理估值水平才能保有融资能力

维持必要的融资能力是一个公司上市的意义，对于上市的证券公司亦然，过低的估值水平会影响公司融资能力的发挥，因此上市券商理应维持估值水平在合理区间。随着证券公司业务结构的变化，收入结构从轻资本为主的手续费业务向重资本为主的息差收入和投资收入转型，业务模式的转型带来了股票定价体系的变化，从此前以市盈率为主的估值方式演变至以当前市净率为主的估值方式。随之大量的券商通过股权融资的方式做大资产规模，但带来了净资产收益率中枢的阶段下行，从而使得券商的市净率中枢开始下行。截至 2024 年 4 月 30 日，在目前 43 家上市券商中，有 13 家券商的市净率估值已经低于 1 倍，占比大约 30%，其中不乏华泰证券、国泰君安、广发证券等优势大型券商，其中估值最低的海通证券的市净率仅为 0.67 倍，估值基本和商业银行接近。

表 2、部分上市券商估值破净（单位：倍）

公司名称	市净率 PB(LF)	公司名称	市净率 PB(LF)	公司名称	市净率 PB(LF)	公司名称	市净率 PB(LF)
首创证券	5.08	方正证券	1.60	天风证券	1.09	**东方证券**	**0.94**
华林证券	5.05	第一创业	1.60	华安证券	1.08	**兴业证券**	**0.90**
信达证券	2.84	红塔证券	1.46	长城证券	1.06	**广发证券**	**0.87**
太平洋	2.52	中国银河	1.32	山西证券	1.05	**东北证券**	**0.87**
中信建投	2.35	光大证券	1.31	国信证券	1.04	**华西证券**	**0.85**
财达证券	1.93	中原证券	1.25	东兴证券	1.03	**国元证券**	**0.84**
中金公司	1.80	中泰证券	1.25	西南证券	1.03	**东吴证券**	**0.84**
南京证券	1.74	西部证券	1.18	财通证券	1.03	**国泰君安**	**0.82**
国联证券	1.65	招商证券	1.16	**国金证券**	**0.99**	**华泰证券**	**0.80**
中银证券	1.64	申万宏源	1.15	**国海证券**	**0.97**	**海通证券**	**0.67**
浙商证券	1.63	中信证券	1.10	**长江证券**	**0.95**		

首先，随着估值中枢的下移定增的难度在加大，对于发行节奏的把握要求极高。券商和银行一样，绝大多数公司是国有企业， 在发行价格不得低于账面净资产的要求下，未来部分上市证券公司已经基本失去了市场化定向增发的能力， 这也是为什么近年来部分证券公司会选择配股融资的原因。

配股是最近三年来上市证券公司采用相对较多的主要融资方式。配股的优点主要在于两个方面，其一，从发行审批的流程速度来看，相对定增会更加快捷，通常在不足 1 年内就能完成整个发行流程， 其二，从发行难度来看， 配股是要求全体股东集体出资，因此通常也就不存在所谓的国有资产流失的问题，使得融资难度能够大大的降低，近年来以中信证券、财通证券、东方证券、兴业证券等为代表，其配股价格均低于发行前最近一会计期末的 1 倍每股净资产。但配股强制要求所有股东参与，对于部分不想参与的股东则会形成摊薄，因此往往配股后公司的估值中枢会出现较为明显的下行。因此，配股对于券商而言是饮鸩止渴，为了快速的融资进而带来估值中枢的进一步下移， 为未来融资埋下隐患。

表 3、2021 年以来部分券商通过配股方式进行再融资

公司名称	配股公告日	配股上市日	配股价格（元/股）	发行前最近一会计期末 BPS（元/股）	对应 PB（倍）	配股公告日前一年 PB 均值（倍）	配股上市日后一年 PB 均值（倍）
华安证券	2021/5/28	2021/6/25	3.68	3.95	0.93	2.00	1.29
红塔证券	2021/7/22	2021/8/25	7.33	4.02	1.82	4.24	2.15
东吴证券	2021/12/10	2021/12/31	7.19	7.41	0.97	1.24	0.95
中信证券	2022/1/14	2022/2/15	14.43	15.35	0.94	1.75	1.29
财通证券	2022/3/28	2022/4/25	6.80	6.89	0.99	1.62	1.08
东方证券	2022/4/18	2022/5/13	8.46	8.61	0.98	1.55	1.10
兴业证券	2022/8/12	2022/9/2	5.20	6.37	0.82	1.39	1.03

资料来源： Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

可转债是目前券商使用相对较少的融资工具，但我们预计未来可能会成为部分低估值的公司优选的融资方式。 主要系可转债的交易机制更加灵活，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）公司可以申请有条件赎回可转债，这意味着如果是 0.8 倍 PB 的公司发行可转债，通常其对应的转股价格理论可以达到 1.04 倍 PB，一定程度上能够解决公司低估值带来的融资压力。但是在实务上，能够完成转股或者强赎的券商案例非常少，这是因为通常可转债发行时期转股价格的设定略高于市价，

而此前很少有券商主动控制发行节奏，因此转股的成功必须要求公司发行完成后有一轮相对持续的、且涨幅在 30%以上的行情，这对于公司资本运作的要求极高。

表 4、2017 年以来部分券商发行的可转债顺利转股

公司名称	转债名称	发行公告日	行使提前赎回权利日期	发行规模（亿元）
东方财富	东财转债	2017/12/18	2019/4/1	46.5
浙商证券	浙商转债	2019/3/8	2020/7/31	35
东方财富	东财转 2	2020/1/9	2020/8/6	73
东方财富	东财转 3	2021/4/2	2022/1/24	158
中国银河	中银转债	2022/3/22	2023/11/24	78

资料来源： Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

东方财富：东方财富自从重组上市以来累计完成三轮转债的发行，三轮转债均顺利完成转股， 但是其样本基本不具备可复制性， 因为其三轮转债顺利转股的背景在于基金销售业务爆发和公司证券业务快速发展，公司的利润中枢从不足 10 亿跃升至 80 亿左右，其超高的利润增速带来了股价的爆发式增长。这样的增速无论是对于东方财富自身还是其他传统券商，都很难再复制这样的增长路径了。

浙商证券：浙商证券转债顺利转股具备一定的偶然性，但客观上说公司选择的发行节奏非常好，公司第一期转债的上市日是 2019 年 03 月 28 日，基本对应了 2019-2021 年那一轮结构性牛市的起点，随后在 2019 年 12 月和 2020 年的 6 月券商股的贝塔行情中，浙商证券相较于同业具备一定的超额收益， 从而顺利完成转股，其中在 2020 年 6 月市场交易的主线是“银证混业”，因此公司集团中有商业银行的券商，如光大证券、招商证券、中银证券率先领跑， 浙商证券紧随其后。

中国银河：中国银河转债的顺利转股具备极强的偶然性，在 2023 年初市场交易的主线是“中特估”，中国银河成为券商中“中特估”标签最明显的个股，因此早期具备较高超额收益；此后在 2023 年 7 月 24 日中央政治局会议对资本市场工作作出重要部署，明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，中国银河作为经纪业务龙头券商又迎来一轮上涨；年末市场开始交易并购重组的主线，中国银河又一次成为了市场选择的合力。在市场环境的高度配合下公司顺利完成转股。

2.3、随着上市券商公司增加资金争夺加剧

随着新股发行的不断增加，上市公司作为交易标的的供给端，已经从相对不足演变为相对过剩的阶段，市场的流动性没有随着公司家数线性增加的背景下，为了维持基本的流动性需求，对于上市的证券公司而言市值管理已经迫在眉睫。从券商股票交易的弹性来看，从过往的三轮牛市来复盘，其股价的弹性出现了明显的弱化，除了其自身业务结构上的变化和转型之外，资金面供求关系的变化同样起到了非常重要的影响因素，在 2007 年，上市证券公司仅有 8 家，对应的自由流通市值仅为 2,393 亿元，到 2014 年，上市证券公司数量增加至 20 家，自由流通市值增加至 10,878 亿元，增幅达到 355%，同期市场日均成交额的涨幅仅为 60%；到 2020 年，上市证券公司的自由流通市值较 2014 年增长 29%至 14,068 亿元。

表 5、三轮牛市下上市券商自由流通市值及市场成交扩张情况

年份	上市证券公司数量（家）	上市券商自由流通市值（亿元）	全市场 A 股日均成交额（亿元）
2007	8	2392.7	1876.3
2014	20	10877.7	3011.1
2020	40	14067.5	8479.3

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、证券公司市值管理的评价体系

公司经营质量是市值管理的基础，市值管理本质上是向市场传递公司经营质量的过程，投资者会结合行业和公司的发展给予在当期相对公允的定价，长期来看市场给公司的定价水平不可能脱离公司自身的经营质量，市值管理本身是无

法改变上市公司经营质量本身的。 在本篇报告中，我们无意讨论如何提升公司的经营质量，这是另外一个维度的问题，我们纯粹从市场管理的信息传导来讨论，这个信息传导过程会受到行业属性差异、公司信息披露差异、公司股权结构差异等非常多因素的影响，这个过程或快或慢，短期未必会非常直接的体现在公司的股价或者估值上，因此我们首先要形成相对客观的市值管理的评价体系，明确市值管理的落脚点，市值管理的工作才会更加有的放矢。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/207201131122006113