

今时不同往日，创业板 行业、风格变迁及改革推动

分析师及联系人

- 覃川桃

(8621)61118766

qinct@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490513030001

- 陈洁敏

(8621)61118706

chenjm5@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490518120005

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-06-28
金融工程	专题报告

相关研究

- 《工银黄金ETF：黄金供需存缺口，利率、美元或共振》2020-06-16
- 《因子体系（二）：从收益归因到因子择时》2020-05-26
- 《因子体系（一）：从因子确定到Alpha和风险的界定》2020-05-26

资金流跟踪

资金流跟踪系列十四：今时不同往日，创业板行业、风格变迁及改革推动

● 今时不同往日：板块的进化叠加改革的推动

继上周五创新高后，创业板本周三个交易日延续涨势，实现九连涨，创业板设立的初衷是为了给中小型创新成长企业提供方便的融资渠道，从创立至今创业板指的行业及风格变化也可以看到其对于市场的引导作用，而注册制改革之后：短期来看，参考科创板经验，注册制下的打新收益值得关注；中长期上，对于金融市场发挥引导企业创新，提供完备健全融资渠道有重要意义。今时不同往日，从创业板设立至今行业、风格分布变迁及注册制改革后或带来的短期及中长期变化来看当前创业板配置价值。

● 创业板指行业分布和风格特征的变迁

随着中国经济结构和产业结构的变化，创业板内部的行业分布和风格特征也经历了变迁。行业自身会经历初创、成长、成熟和衰退四个阶段，决定了不同时期的“价值”、“成长”行业并不一致，但是从设立创业的核心目标出发，其风格应该保持一贯“创新成长”特征，并且在每个阶段的重仓行业及个股也应与当前市场重点扶持及关注的产业一致。

行业分布上：自创业板成立以来医药、电子基本位于前五大重仓行业之内；2014 年及之后，计算机、传媒稳定的位于前四大重仓行业，“医药+科技”属性鲜明且逐渐被强化。中长期来看行业分布变迁表现也较为明显，早期重仓行业机械设备、公用事业、化工权重占比逐渐下滑，近些年来被农林牧渔、电气设备等所取代。一般前两大重仓行业有 3~5 年持续期，在 7~10 年之后则逐渐淡出，较为符合行业发展过程中产业周期变化。**风格变迁上：**在基本面维度，盈利水平稳健上升，保持了一贯的较高成长性，符合其成长创新的定位，平均市值水平以及成交活跃度都已经位于市场前列。

● 从科创板的发展现状看创业板注册制改革的将来

借鉴创业板的经验，结合发行数量、募资规模、中签率及上市后涨跌幅来看，目前创业板已受理 IPO 企业数量已经达到 50 只，项目数量充足，企业上市积极性较高，根据以往募资规模统计创业板平均募集规模约 5 亿元左右，因此初期募资规模预计与此相当。从中签率上看，目前创业板网下询价和初始配售比例方面的规定与科创板基本保持一致，在当前规则下，C 类投资者中非专业机构投资者将限制参与网下询价，一定程度减少了网下打新参与者，提高了专业机构中签率。在创业板注册制实施初期由于行业历史估值中枢的存在不太可能出现像科创板一样初期定价大幅偏离行业估值发行的情况，因此发行价格在机构充分博弈的背景下预计将趋于理性，或可带来较好的首日涨幅。因此，短期影响上，注册制改革后创业板带来的打新收益值得跟踪关注。

风险提示：

1. 本报告测算结果及结论均根据历史数据测算而得，未必与未来走势相符；
2. 网下打新收益由网下打新比例*募资规模*开板涨跌幅预估得到；
3. ETF 分类方式较为灵活本文分类仅供参考。

目录

主要 ETF 资金流及申赎变化跟踪	5
创业板指九连涨，欧美股市普跌	6
创业板相关 ETF 份额、规模齐升	7
基金仓位跟踪	11
北上资金	12
今时不同往日，创业板行业、风格变迁及改革影响	13
创业板行业、风格变迁	13
创业板指行业分布变迁	13
创业板指风格分布变迁	14
从科创板看创业板注册制改革	17
新股定价溢价	17
打新收益：募资规模、中签率及上市涨幅共同决定	18
近期新发基金产品跟踪	21

图表目录

图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现	6
图 2：A 股市场各大行业本周收益表现	6
图 3：各大类 ETF 本周规模加权收益率表现	7
图 4：行业 ETF 细分子类本周规模加权收益率表现	7
图 5：基金仓位测算	11
图 6：近 5 天北上资金净流入（单位：亿）	13
图 7：近 63 天北上资金流入情况（单位：亿）	13
图 8：创业板指成分股流通市值占比前六大行业及权重占比（%）	14
图 9：创业板指 PE-TTM（低 X%）占市场分位变化	14
图 10：创业板指流通市值（前 X%）占市场分位变化	15
图 11：创业板指净利润（前 X%）占市场分位变化	15
图 12：创业板指净利润增速（前 X%）占市场分位变化	16
图 13：创业板指过去半年日均成交额（前 X%）占市场分位变化	16
图 14：行业估值发行价与实际发行价差距	17
图 15：几大板块开板涨跌幅比较	19
图 16：几大板块 A 股网下打新收益比较（亿元）	19
图 17：科创板三类投资者中签率变化	20
表 1：不同 ETF 产品的特点和投资特征	5
表 2：各大类 ETF 的规模和份额变动（亿）	7
表 3：主要 ETF 的规模及份额变动（亿）	8
表 4：本周规模增长排名靠前的 ETF（亿）	10
表 5：基金仓位分析（单位：%）	11
表 6：前十大持股比例个股和前十大持有市值个股	12

表 7：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业（亿元）	12
表 8：创业板指成分股各指标的中位数在全市场分位	16
表 9：四大板块 2019 年 7 月 22 日以来 IPO 数量	18
表 10：四大板块 2019 年 7 月 22 日以来募资规模（亿元）	18
表 11：近期已发行 ETF 产品	21
表 12：本周新上市及待上市 ETF 产品	21

本基金周报主要跟踪三方面内容：

- 1) 市场上主要 ETF 的每周资金流及申购赎回份额变化追踪；
- 2) 各类基金产品的仓位跟踪；
- 3) 近期新发基金的统计跟踪。

主要 ETF 资金流及申赎变化跟踪

ETF (Exchange Trade Fund) 全称交易型开放式指数证券投资基金，按照上市场所可以分为上证 ETF 和深证 ETF，按照投资范围可以分为股票型、债券型、商品型、货币型以及跨境 ETF，各类 ETF 的特点以及 ETF 投资特征总结如下：

表 1：不同 ETF 产品的特点和投资特征

分类	投资范围	ETF 的优势
股票 ETF	投资标的是在证券交易所上市交易的股票，其目标是紧跟相应的股票指数，并将做到跟踪误差控制在一定范围之内。	1) 既可以在场外进行申购赎回，也可以通过交易所像买卖股票一样进行场内交易，交易方式便捷； 2) 流动性好，费用较为低廉； 3) 操作透明，种类丰富
QDII 股票 ETF	广义定义下的股票 ETF 的一种，主要投资于海外市场如日本、德国、美国等的权益市场	
港股 ETF	跟踪和投资于港股指数的股票 ETF	
债券 ETF	其投资的是上交所或者银行间债券市场的利率债和信用债，实现对一揽子债券标的的投资。	
商品 ETF	以商品现货或期货合约为跟踪标的的 ETF 产品	
货币 ETF	交易型货币市场基金，是一种既在二级市场买卖，又可以在交易所市场内申购赎回的货币市场基金	

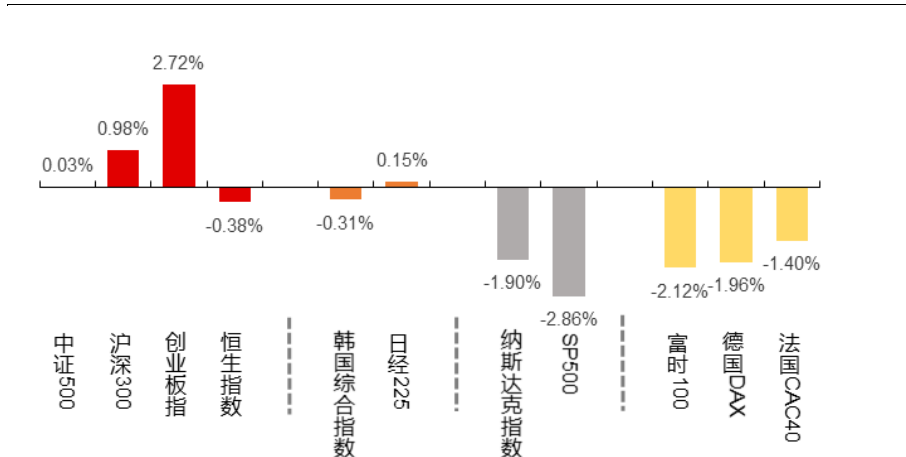
资料来源：Wind，长江证券研究所

ETF 的场内交易特点及其种类的日渐丰富不仅为广大投资者提供了更为便利和多样化的选择，也成为了跟踪和观察投资者情绪的较好维度。

创业板指九连涨，欧美股市普跌

继上周五创新高后，创业板本周三个交易日延续涨势，实现九连涨，创业板设立的初衷就是为了给中小型创新成长企业提供方便的融资渠道，从创立至今创业板指成分股的行业及风格变化上也可以看到其对于市场的引导作用，而注册制改革之后：短期来看，参考科创板经验，注册制下的打新收益值得关注；中长期来看，对于金融市场发挥引导企业创新，提供完备健全融资渠道有重要意义。本周海外股市普遍下跌，A股市场休市期间，海外疫情发生反弹，美国单日新增病例突然猛增，其他欧洲、亚洲各地疫情也陆续出现反弹或再创峰值，在此背景下股市也随之下挫。

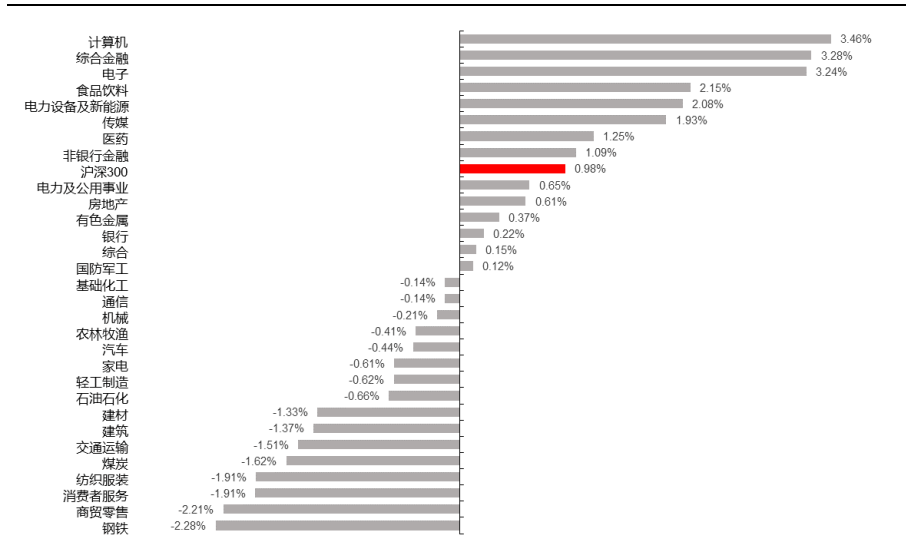
图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

各大行业本周表现如图所示，各大板块中均有表现突出的行业，上周后半周开始的券商行情本周仍然延续，科技板块中计算机、电子、传媒都获得了较好绝对收益。消费板块中食品饮料、医药相对于沪深300也均有超额收益，但是医药涨幅有所下滑。周期板块上周迎来了钢铁、煤炭、化工、有色齐涨的结构性行情，不过行情持续时间较短，本周钢铁更是排名垫底。

图 2：A股市场各大行业本周收益表现

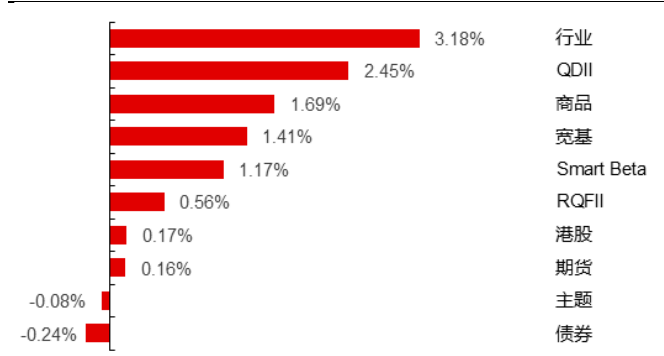


资料来源：Wind，长江证券研究所

统计各大类ETF产品的规模加权收益率如下图所示,大类ETF品种中行业、QDII、Smart Beta 收益排名靠前,债券和商品在全球权益市场反弹背景下均出现小幅调整无绝对收益。

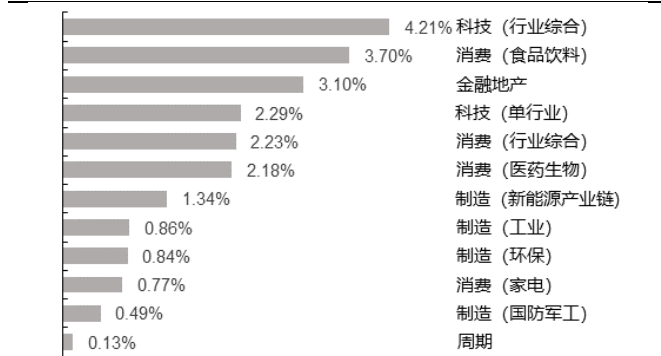
行业ETF均获得了可观的绝对收益,其中科技行业综合类及食品饮料ETF收益排名靠前。

图 3: 各大类 ETF 本周规模加权收益率表现



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 行业 ETF 细分子类本周规模加权收益率表现



资料来源: Wind, 长江证券研究所

创业板相关 ETF 份额、规模齐升

本周报将着重跟踪股票ETF、QDII股票ETF、港股ETF以及商品ETF的规模及申赎变化情况,从这个维度对市场动态进行刻画。根据ETF的跟踪指数类型对其进行分类,可以分为宽基、行业、主题、港股、Smart Beta、商品、期货、债券、QDII及RQFII合计10大类,近一周各类及细分板块的规模和份额跟踪如下表所示:

表 2: 各大类 ETF 的规模和份额变动 (亿)

分类	数量	最新规模	5日规模变动	5日份额变动率	10日份额变动率	20日份额变动率
宽基	90	2962.30	-23.29			
宽基 (大盘)	37	1986.06	-42.08	-3.06%	-4.32%	-10.15%
宽基 (中盘)	19	589.36	-6.69	-2.06%	-5.86%	-17.29%
宽基 (中小盘)	2	2.08	-0.13	-5.77%	-11.26%	-30.00%
宽基 (中小创)	1	1.13	-0.03	-4.51%	-5.92%	-9.92%
宽基 (小盘)	1	1.87	-0.02	-1.30%	-6.18%	-6.18%
科技 (指数)	14	336.76	23.40	6.33%	9.22%	-1.24%
MSCI 中国 A 股	14	38.62	1.39	1.27%	-3.88%	-14.19%
宽基 (综合指数)	2	6.41	0.87	4.59%	3.55%	0.97%
行业	81	1900.69	-6.99			
科技 (行业综合)	19	855.09	-9.30	-5.44%	-9.40%	-19.48%
科技 (单行业)	5	100.85	0.69	-1.54%	-5.41%	-14.43%
消费 (行业综合)	6	74.10	1.39	-0.79%	-0.33%	-0.82%
消费 (食品饮料)	1	3.71	0.14	0.20%	-5.39%	39.04%
消费 (医药生物)	9	94.95	0.51	-1.95%	5.46%	-2.63%
消费 (家电)	1	4.31	-0.52	-11.38%	-19.67%	-43.30%

制造(新能源产业链)	3	157.56	-1.78	-2.40%	-6.21%	-15.94%
制造(国防军工)	6	77.86	0.56	0.42%	2.17%	2.72%
制造(工业)	2	0.47	-0.03	-4.79%	-14.05%	-16.31%
制造(环保)	1	17.55	0.00	-0.83%	-1.78%	-4.17%
金融地产	22	500.55	1.23	-3.02%	-5.87%	-6.66%
周期	6	13.68	0.12	0.68%	1.38%	0.86%
主题	46	910.73	-8.04			
ESG 主题	4	16.96	0.10	-0.06%	-1.29%	-3.86%
大盘主题	1	0.84	0.01	0.00%	0.00%	0.00%
国企央企民企	12	631.66	-6.19	-0.64%	-1.69%	-3.56%
红利股息	9	89.83	-0.10	-0.22%	-1.79%	-4.37%
区域主题	12	93.43	-1.63	-2.91%	-7.37%	-13.29%
人工智能	4	18.08	0.40	-0.50%	-4.39%	-11.39%
文体健康	1	4.32	-0.02	-0.99%	-1.97%	-3.62%
基建(一带一路)	3	55.60	-0.61	-0.68%	-1.13%	-18.69%
港股	10	190.44	-3.04			
恒生国企	2	2.15	0.00	0.00%	-1.32%	-5.48%
陆港通	4	17.58	0.08	0.10%	0.10%	-0.28%
恒生指数	3	166.97	-3.23	-1.94%	-3.55%	-8.88%
香港证券	1	3.74	0.11	0.00%	0.31%	-38.06%
Smart Beta	18	52.94	0.97	0.38%	-2.30%	-9.56%
商品	7	218.26	-0.70	-1.97%	-4.01%	-4.42%
期货	3	9.42	0.45	4.68%	-0.44%	-8.68%
债券	11	170.28	-0.07			
地方政府债	4	95.05	-0.11	0.00%	-0.02%	-66.68%
公司债	1	52.61	-0.25	0.00%	0.00%	-0.39%
国债	4	16.54	0.32	2.04%	4.80%	5.36%
信用债	1	0.31	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
可转债及可交债	1	5.76	-0.02	0.00%	0.00%	-4.82%
QDII	11	91.07	2.02	-0.36%	-1.92%	-6.42%
RQFII	6	253.75	3.95	0.49%	-0.60%	-2.12%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

选择最新规模超过 5 亿元的基金作为主要 ETF 的分析对象, 本周的规模及申购赎回变化如下表所示:

表 3: 主要 ETF 的规模及份额变动(亿)

分类	最新规模	最新份额	5 日份额变动率	10 日份额变动率	20 日份额变动率
科技(指数)	278.95	201.12			
创业板	145.26	72.41	3.84%	-0.69%	-10.37%
创业板 50	76.57	97.54	11.61%	17.42%	4.81%

创业板 TH	26.66	12.82	-1.00%	-4.76%	-15.99%
创业 ETF	11.83	9.82	0.29%	1.37%	-10.47%
创业板 EF	18.63	8.53	0.06%	-0.12%	4.98%
科技(行业综合) 736.16 617.20					
5GETF	249.24	242.34	-10.49%	-14.45%	-20.12%
芯片 ETF	239.53	184.45	-7.18%	-7.04%	-10.25%
科技 ETF	89.05	65.16	1.40%	-5.19%	-18.68%
半导体	50.94	27.98	-11.54%	-11.15%	-14.15%
芯片基金	30.67	30.49	-12.75%	-10.28%	-13.08%
科技 50	19.21	16.32	-5.45%	-9.23%	-16.26%
信息技术	15.81	12.99	-5.94%	-8.84%	-16.89%
信息 ETF	12.47	11.94	-5.31%	-7.84%	-12.43%
科技 100	5.44	4.59	-1.29%	-7.09%	-13.72%
5G50ETF	5.43	5.40	-17.57%	-21.68%	-28.03%
中证科技	9.86	8.64	-0.23%	1.89%	-2.04%
景顺 TMT	5.39	3.63	-0.41%	-3.59%	-8.33%
芯片	3.11	3.27	-23.76%	-19.05%	-40.74%
科技(单行业) 89.69 91.16					
通信 ETF	25.43	24.26	-2.65%	-10.11%	-18.34%
传媒 ETF	17.18	20.38	-1.09%	-2.51%	-5.10%
电子 ETF	23.11	24.07	2.08%	3.84%	-4.86%
计算机	23.97	22.44	-5.57%	-13.31%	-13.18%
消费(行业综合) 60.48 22.52					
消费 ETF	53.34	15.83	1.05%	4.28%	4.56%
消费 50	7.14	6.69	-4.84%	-3.46%	-8.48%
消费(医药生物) 75.46 52.40					
医药	25.52	15.36	-6.68%	-6.00%	-4.77%
生物医药	18.43	11.49	5.80%	37.28%	59.38%
创新药	21.29	19.51	-4.58%	-0.18%	-13.09%
医疗 ETF	10.23	6.04	5.23%	14.72%	20.32%
消费(家电) 4.11 4.13					
家电 ETF	4.11	4.13	-14.15%	-21.35%	-46.32%
金融地产 437.28 437.85					
证券 ETF	179.49	197.89	-1.83%	-4.97%	-7.09%
券商 ETF	106.68	123.62	-11.32%	-10.32%	-11.38%
金融 ETF	40.43	8.20	-0.85%	1.61%	2.50%
银行 ETF	33.59	33.96	7.25%	11.10%	13.63%
证券基金	30.95	34.90	-11.74%	-13.93%	-13.75%
非银 ETF	20.00	10.05	-0.40%	0.00%	19.78%

龙头券商	11.05	12.34	-7.74%	-7.77%	-7.46%
金融	10.57	11.30	-0.62%	-0.53%	-3.17%
地产 ETF	4.52	5.58	5.38%	4.10%	8.34%
周期	8.26	12.27			
有色 ETF	8.26	12.27	0.00%	0.00%	0.00%
制造(国防军工)	70.76	72.87			
军工 ETF	21.91	27.05	6.04%	8.63%	12.19%
军工龙头	48.85	45.82	-0.99%	-2.26%	-2.47%
新能源产业链	138.27	150.43			
新汽车	89.06	102.61	-5.25%	-7.88%	-16.11%
新能源车	49.20	47.82	-7.04%	-10.58%	-23.20%
总计	1915.47	1682.75			

资料来源：Wind，长江证券研究所

基金的份额变化上，创业板相关 ETF 产品规模和份额齐升，不过对应的科技板块单行业及行业综合类产品虽然涨势俱佳但是份额持续下滑。金融地产类 ETF 中在券商较好行情的背景下相关细分行业 ETF 产品份额延续上周继续下滑。

本周规模增长排名靠前的 ETF 如下表所示，创业板 50 本周资金净流入超过 10 亿元，得益于对应标的的涨势及份额的较大幅度提升，芯片 ETF 虽然份额小幅下滑但是细分领域行情较好，因此也有逾 4 亿元资金净流入。

表 4：本周规模增长排名靠前的 ETF（亿）

基金代码	交易简称	上市日	最新规模	5 日申赎金额	最新份额	5 日份额变动率
159949.SZ	创业板 50	2016-06-30	89.83	11.88	97.54	11.61%
159915.SZ	创业板	2011-09-20	167.06	8.44	72.41	2.17%
512760.SH	芯片 ETF	2019-05-16	116.47	4.09	52.16	-2.49%
515000.SH	科技 ETF	2019-07-22	97.73	3.74	59.81	0.93%
3188.HK	华夏沪深三百	2012-07-17	131.23	3.73	2.84	1.99%
512880.SH	证券 ETF	2016-07-26	200.07	3.54	197.89	-1.83%
510050.SH	50ETF	2004-12-30	395.94	3.04	133.85	-0.28%
512800.OF	银行 ETF	2017-07-18	33.66	2.40	33.96	7.25%
513050.SH	中概互联	2017-01-04	35.48	2.24	18.98	0.85%
512990.SH	MSCI A 股	2015-02-12	7.26	1.96	5.34	34.89%

资料来源：Wind，长江证券研究所

基金仓位跟踪

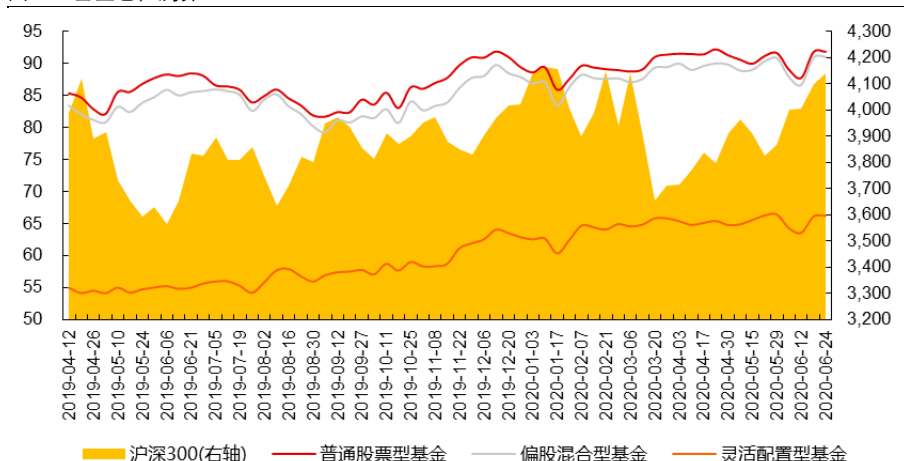
基金仓位是指基金的持股市值占其资产净值总额的比例，体现的是机构投资者在股市中的参与度。基金仓位的测算方法如下：

1. 对于给定的一只基金，采用回归法测算其仓位。分别用中证 100、中证 200、中证 500 三个指数代表大盘、中盘、小盘股票组合，使用上证国债指数来代表基金在债券上的配置。以基金的历史日度收益率与四个指数同期的日度收益率做回归，历史收益率用测算日当天最近 30 个交易日的的数据。
2. 在参数估计过程中，我们以最小化误差平方和为目标函数（即最小二乘），同时加上如下的约束条件：各部分仓位大于 0，小于 95%；且各部分仓位的合计也大于 0 小于 95%。得到的回归系数可以代表基金在大盘、中盘、小盘、债券上的仓位。
3. 得到每只基金的仓位后，我们采用 Wind 开放式基金分类标准，对基金进行分类，得到普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金三类基金的平均仓位。

下图给出了近 63 天测算的基金仓位曲线，表中给出了当前仓位水平和 8 周均线水平。

从图中可以看出，普通股票型、偏股混合型以及灵活配置型三种基金的仓位本周仍是呈现上行趋势。

图 5：基金仓位测算



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

表 5：基金仓位分析（单位：%）

	普通股票型基金	偏股混合型基金	灵活配置型基金
当前	91.86	91.00	66.24
8 周均线	90.49	89.41	65.42
差值	1.37	1.59	0.82

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

北上资金

自 2017 年 3 月 17 日开始，香港交易所在披露易网站上开始披露每个交易日陆股通的持股明细数据。经测算，以陆股通的持股比例作为因子，有一定的选股超额能力。下表列出了最新前十大持股比例个股和前十大持有市值个股。

表 6：前十大持股比例个股和前十大持有市值个股

代码	名称	持股比例 (%)	代码	名称	持股市值 (亿)
002572.SZ	索菲亚	30.10	600519.SH	贵州茅台	1554.76
300347.SZ	泰格医药	24.82	000333.SZ	美的集团	723.98
300012.SZ	华测检测	21.69	600276.SH	恒瑞医药	560.99
600009.SH	上海机场	21.66	000858.SZ	五粮液	539.57
603501.SH	韦尔股份	19.76	601318.SH	中国平安	536.83
600201.SH	生物股份	19.48	000651.SZ	格力电器	533.63
002439.SZ	启明星辰	18.48	601888.SH	中国国旅	321.00
300244.SZ	迪安诊断	17.90	600036.SH	招商银行	319.98
601901.SH	方正证券	17.87	603288.SH	海天味业	255.38
000333.SZ	美的集团	17.71	600900.SH	长江电力	250.05

资料来源：天软科技，长江证券研究所

根据北上资金每日持股明细数据，我们估算了本周内每只个股的北上资金净流入量，并汇总计算了中信一级行业的北上资金净流入量。下表中列出了本周净流入量排名前十的个股和行业。行业上看前期一直备受青睐的“电子+医药”的配置组合本周并未进入资金净流入前十之列，整体来看本周三个交易日的资金流入体量较小，**资金净流入排名靠前的行业是电力设备及新能源、传媒、有色及家电。**

表 7：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业（亿元）

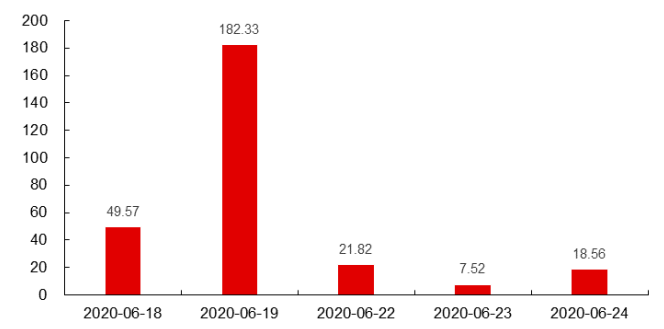
代码	名称	资金净流入	行业	标的数量	资金净流入
600887.SH	伊利股份	13.53	电力设备及新能源	131	19.07
000651.SZ	格力电器	5.81	传媒	103	12.50
601066.SH	中信建投	5.55	有色金属	70	10.85
600988.SH	赤峰黄金	5.52	家电	35	6.80
000725.SZ	京东方 A	5.41	房地产	90	6.68
600406.SH	国电南瑞	5.15	基础化工	131	5.74
002475.SZ	立讯精密	4.60	电力及公用事业	104	4.85
601012.SH	隆基股份	4.38	非银行金融	60	4.63
600438.SH	通威股份	4.23	计算机	134	3.24
601881.SH	中国银河	4.02	汽车	79	3.07

资料来源：天软科技，长江证券研究所

北上资金具有很好的外资资金流向指标的性质。下图分别列出了近一周北上资金净流入情况和近 63 天北上资金的每日净流入和累积净流入。本周北上资金整体是净流入，本周三个交易日合计净流入约 47.9 亿元，幅度远低于上周，且多是通过沪股通买入，6 约 23 日深股通净流出约 10 亿元，在前序报告《资金流跟踪系列四：沪、深股通的资金

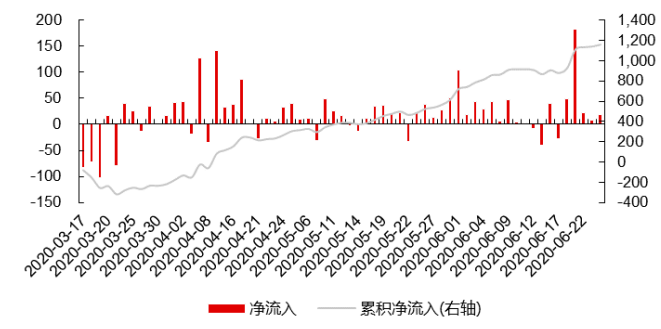
流分化对市场风格切换的启示》中我们通过比较沪、深股通两市个股行业、风格配置特征一定程度上验证了北上资金在两个渠道上的资金流分化往往是风格选择的结果，当前的变化是否表明创业板相对沪深 300 占优的行情或短期有变化？我们也将后续小专题中就这一风格择时指标进行深入测算。

图 6：近 5 天北上资金净流入（单位：亿）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：近 63 天北上资金流入情况（单位：亿）



资料来源：Wind，长江证券研究所

今时不同往日，创业板行业、风格变迁及改革影响

创业板设立的初衷就是为了给中小型创新成长企业提供方便的融资渠道，从创立至今创业板指成分股的行业及风格变化上也可以看到其对于市场的引导作用，而注册制改革之后：短期来看，参考科创板的经验，注册制下的打新收益值得关注；中长期来看，对于金融市场发挥引导企业创新，提供完备健全融资渠道有重要意义。

创业板行业、风格变迁

创业板设立以来，随着中国经济结构和产业结构的变化，板块内部的行业分布和风格特征也经历了变迁。根据产业生命周期理论，行业自身会经历初创、成长、成熟和衰退四个阶段，这也决定了不同时期的“价值”、“成长”行业并不一致，但是从设立创业的核心目标出发，其风格应该保持一贯“创新成长”特征，并且在每个阶段的重仓行业及个股也应与当前市场重点扶持及关注的产业一致。

创业板指行业分布变迁

以半年为单位，统计设立至今，创业板指成分股的流通市值占比前六大行业分布变化，如下图所示，有以下特征：

- 1) 行业集中度较高，前六大行业流通市值占比平均超过 80%，前三大行业流通市值占比平均超过 55%。
- 2) 创业板成立以来医药、电子都基本上位列前五大重仓行业之内；2014 年及之后，计算机、传媒稳定的位于前四大重仓行业，长期以来的“医药+科技”属性鲜明且逐渐被强化。
- 3) 中长期来看行业分布变迁表现也较为明显，早期重仓行业机械设备、公用事业、化工权重占比逐渐下滑，近些年来被农林牧渔、电气设备等行业所取代。
- 4) 根据历史经验来看一般前两大重仓行业有 3~5 年持续期，在 7~10 年之后则逐渐淡出，也较为符合行业发展过程中产业周期变化。

图 8：创业板指成分股流通市值占比前六大行业及权重占比（%）

日期	前六大行业						流通市值占比						前六大合计
20100630	信息服务	机械设备	医药生物	化工	电子	信息设备	26.14	18.44	14.25	10.14	8.39	7.08	84.44
20101231	机械设备	信息服务	医药生物	化工	电子	公用事业	23.86	22.88	12.38	7.47	7.43	6.81	80.83
20110630	机械设备	信息服务	医药生物	电子	化工	公用事业	27.28	21.68	14.10	10.01	6.32	5.91	85.30
20111230	机械设备	信息服务	医药生物	电子	公用事业	化工	24.92	22.14	13.83	10.82	5.52	4.98	82.21
20120629	机械设备	信息服务	医药生物	电子	公用事业	化工	23.41	20.84	16.07	8.93	8.63	4.87	82.75
20121231	机械设备	信息服务	医药生物	电子	公用事业	化工	24.79	20.82	14.27	10.57	5.50	5.11	81.06
20130628	信息服务	机械设备	医药生物	公用事业	电子	化工	31.11	19.11	15.95	8.79	6.99	4.37	86.32
20131231	信息服务	机械设备	医药生物	公用事业	电子	化工	23.26	21.75	16.10	8.36	7.18	5.17	81.81
20140630	传媒	医药生物	计算机	机械设备	电子	公用事业	23.00	16.72	15.42	7.80	7.43	7.34	77.71
20141231	传媒	计算机	医药生物	机械设备	电子	公用事业	22.76	18.37	17.40	9.22	7.21	7.11	82.09
20150630	传媒	计算机	医药生物	机械设备	电气设备	公用事业	24.52	23.42	16.48	7.53	5.85	5.13	82.93
20151231	传媒	计算机	医药生物	电子	公用事业	机械设备	24.11	22.20	13.91	9.29	6.60	6.21	82.32
20160630	传媒	计算机	医药生物	电子	公用事业	机械设备	25.77	21.77	12.93	10.14	5.95	5.58	82.15
20161230	传媒	计算机	医药生物	电子	农林牧渔	公用事业	19.62	18.56	11.90	11.84	9.89	6.81	78.62
20170630	传媒	计算机	电子	医药生物	农林牧渔	机械设备	18.44	15.61	14.26	11.19	7.94	7.38	74.82
20171229	传媒	电子	计算机	医药生物	公用事业	农林牧渔	15.54	15.37	13.64	13.35	9.30	7.89	75.09
20180629	医药生物	电子	计算机	传媒	农林牧渔	电气设备	18.13	13.85	13.33	11.89	7.83	7.54	72.57
20181228	医药生物	传媒	计算机	农林牧渔	电子	电气设备	17.28	13.28	13.08	11.53	11.49	7.81	74.47
20190628	医药生物	计算机	农林牧渔	传媒	电子	电气设备	21.72	12.48	11.82	11.42	10.37	10.23	78.04
20191231	医药生物	电子	传媒	计算机	电气设备	农林牧渔	25.65	13.17	12.12	11.15	10.75	8.73	81.58
20200619	医药生物	电子	计算机	传媒	电气设备	农林牧渔	30.72	14.08	11.89	11.88	10.80	4.92	84.29

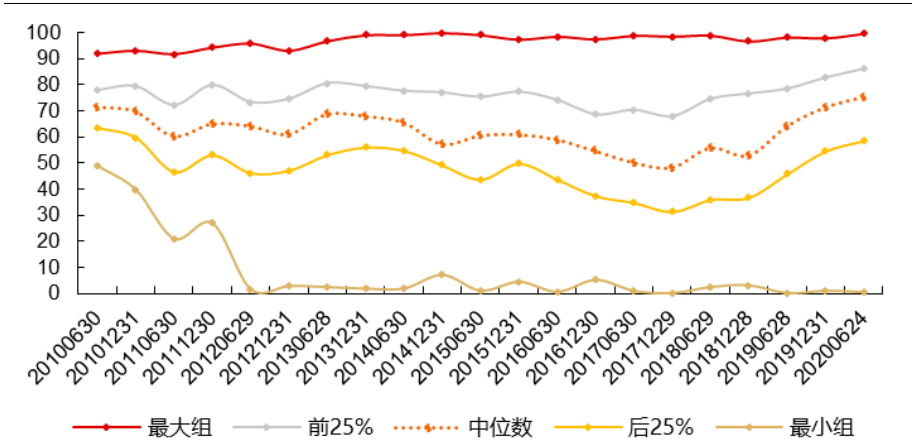
资料来源：Wind，长江证券研究所

创业板指风格分布变迁

创业板成立以来，固有印象中认为其偏向于中小市值、高估值、高成长，通过测算创业板指数成分股在 2010 年 6 月 30 日至今的流通市值、PE-TTM 等指标在全市场 A 股中的分布情况可以较为客观的观察创业板成分股的主要风格变迁。

首先从估值分布上来看，2010 年创业板指 PE-TTM 中位数为 60X，当前估值中位数为 70X，在全市场中估值中位数由早期位于全市场估值最高的前 30% 一度下滑到 50% 分位左右（2017 年-2018 年）近两年板块估值有所提升当前位于全市场前 26% 左右。

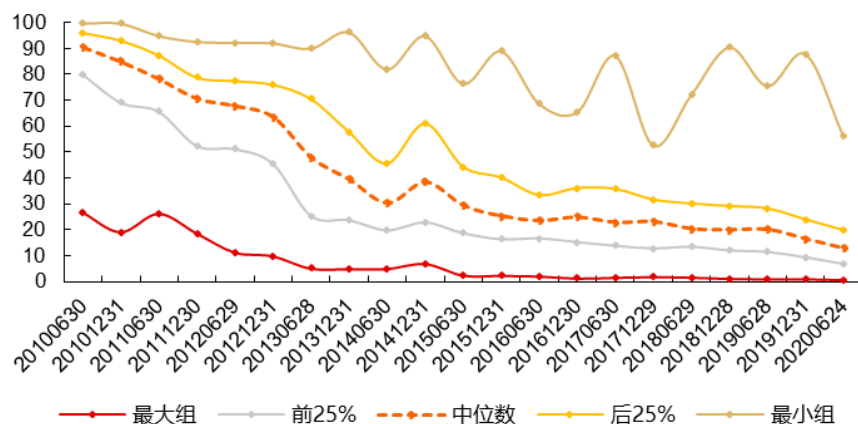
图 9：创业板指 PE-TTM（低 X%）占市场分位变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

流通市值分布上，随着其中行业的成长及变迁，市值提升明显。2010 年创业板成分股中流通市值中位数为 7 亿，当前上升至 170 亿左右；从在全市场流通市值垫底的 10%，提升至市值分位数前 15%，整个板块当前显著偏向于大市值风格。

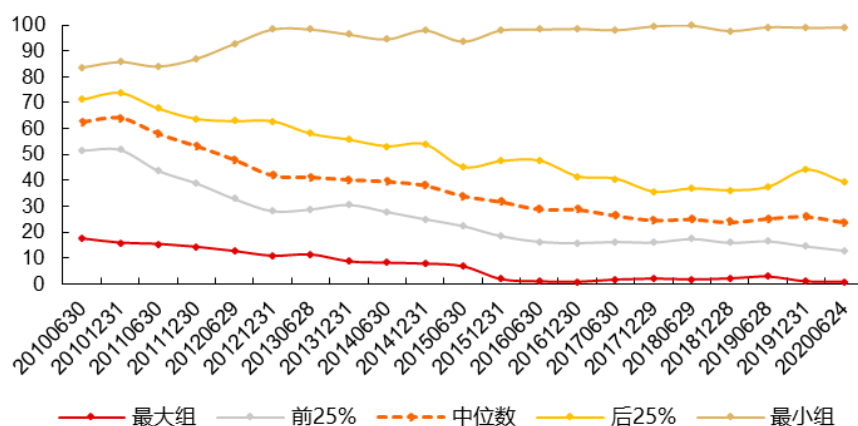
图 10: 创业板指流通市值（前 X%）占市场分位变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

基本面盈利端看，净利润及利润增速都保持了稳定提升。2010 年创业板指归母净利润（TTM）中位数为 0.5 亿；至今年一季度，中位数为 3.9 亿。从全市场净利润排名分位数来看，2010 年净利润中位数位于全市场的后 40%，当前净利润中位数位于全市场的前 40%。最大组的净利润水平连年提升，不过最小组的盈利逐年恶化 2013 年之后基本上在市场垫底水平，头部和尾部公司盈利水平分化拉大。

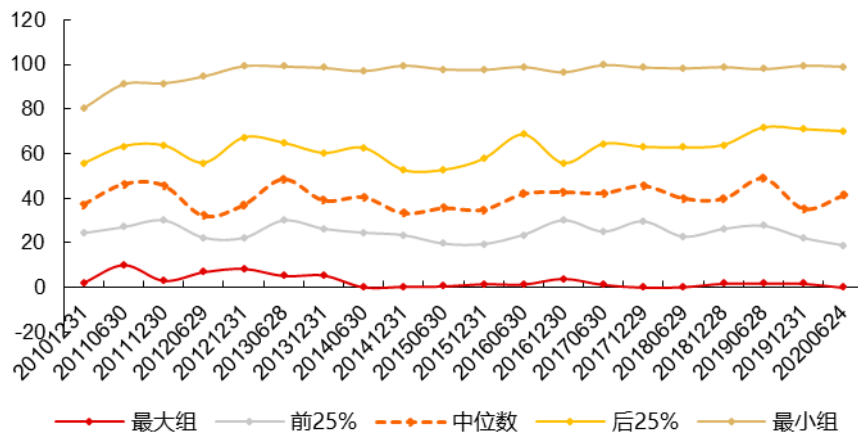
图 11: 创业板指净利润（前 X%）占市场分位变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

创业板指数成分股利润增速及其排名基本稳定。2010 年创业板指数归母净利润同比增速中位数为 37%，今年截止到目前，即使在受疫情影响的大环境下归母净利润同比增速中位数保持了 17%。从全市场利润增速排名分位数来看，2010 年时创业板利润增速中位数位于全市场的前 50%，当前利润增速中位数位于全市场的前 40%。

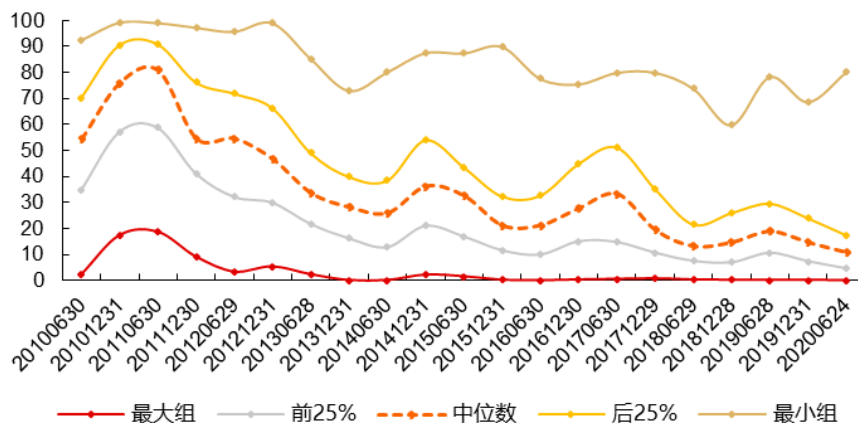
图 12：创业板指净利润增速（前 X%）占市场分位变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

日均成交额上看，交易活跃度稳步提升。2010 年创业板指日均成交额中位数为 0.6 亿；当前中位数为 47.81 亿。从全市场日均交易额排名分位数来看，2010 年日均成交额中位数位于全市场的前 55%，当前日均成交额中位数位于全市场的前 15%，而且整体成交额都有一定程度提升，自 14 年之后最大组日均成交额常年位于市场最前列。

图 13：创业板指过去半年日均成交额（前 X%）占市场分位变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

综合来看，在基本面维度，创业板以净利润指标衡量的盈利水平稳健上升，以净利润增速代表的成长性也保持了较为稳定的水平，符合其成长创新的定位；创业板内上市公司在近些年来也实现了充分的增长，平均市值水平以及成交活跃度都已经位于市场前列。

表 8：创业板指成分股各指标的中位数在全市场分位

年份	估值	市值	净利润	净利润增速	日均成交额
2010 年	前 30%	后 10%	前 65%	前 50%	前 55%
2015 年	前 40%	前 30%	前 50%	前 35%	前 30%
2020 年	前 25%	前 15%	前 40%	前 40%	前 15%

资料来源：Wind，长江证券研究所

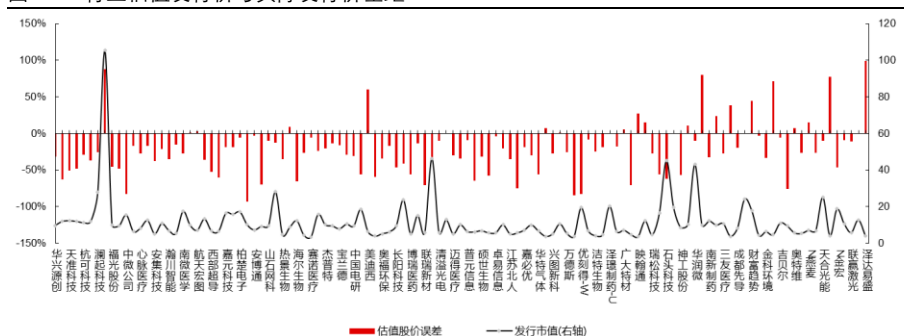
从科创板看创业板注册制改革

今年 6 月 12 日，证监会和深交所发布了创业板注册制改革的系列正式文件，政策落地至今深交所已出第三批受理企业名单，前三批已受理 IPO 在审企业合计 50 家，进度较快。相对于国外成熟市场的注册制改革进程去年下半年正式上市的科创板在短期参考价值更大，在报告《从科创板的现状看注册制以后的市场》中我们也从打新收益、上市后跟踪下来涨跌幅情况两个角度对科创板发展现状及创业板改革后的展望进行了分析。

新股定价溢价

新股发行溢价程度是大家关注的第一个重点，也决定了后续在二级市场上交易的可能获利情况。从科创板成立以来（2019 年 7 月 22 日）上市个股发行价和按照行业估值给出的发行差价较大，但是近期跟踪数据来看，当科创板上市个股达到一定数量并形成了一定的行业估值中枢，后续上市个股的定价更为倾向于围绕行业估值上下波动。因此，在创业板已有较长跟踪历史，且各个行业有较为稳定的估值中枢的背景下，出现像早期科创板一样行业估值发行价与实际发行价格差距较大的情况概率较低。

图 14：行业估值发行价与实际发行价差距



资料来源：Wind，长江证券研究所

打新收益：募资规模、中签率及上市涨幅共同决定

科创板个股上市后的打新收益是另一个核心关注点，打新收益的高低由募资规模、中签率和上市涨幅三者共同决定。科创板设立初期上市节奏较快，与其他板块相比月度 IPO 数量占比较高，由此也带来了较为可观的打新收益，但是随着设立时间拉长企业上市节奏减缓，逐渐向其他主要板块靠拢。

表 9：四大板块 2019 年 7 月 22 日以来 IPO 数量

日期	科创板	科创板占比	创业板	中小企业板	主板	总计
2019/7	25	80.65%	1	1	4	31
2019/8	3	20.00%	2	4	6	15
2019/9	5	45.45%	3	2	1	11
2019/10	7	43.75%	3	2	4	16
2019/11	16	51.61%	11	1	3	31
2019/12	14	51.85%	4	4	5	27
2020/1	9	56.25%	3	2	2	16
2020/2	12	54.55%	4	1	5	22
2020/3	3	23.08%	5	2	3	13
2020/4	6	25.00%	4	7	7	24
2020/5	5	27.78%	6	3	4	18
2020/6	10	45.45%	5	2	5	22

资料来源：Wind，长江证券研究所

募集规模上看，设立至今平均募集规模为 10 亿元左右，约为创业板的两倍。每月的募资规模与 IPO 数量呈正相关，今年或是受疫情影响 3 月份开始整体有所下滑，但是 6 月份即反弹。

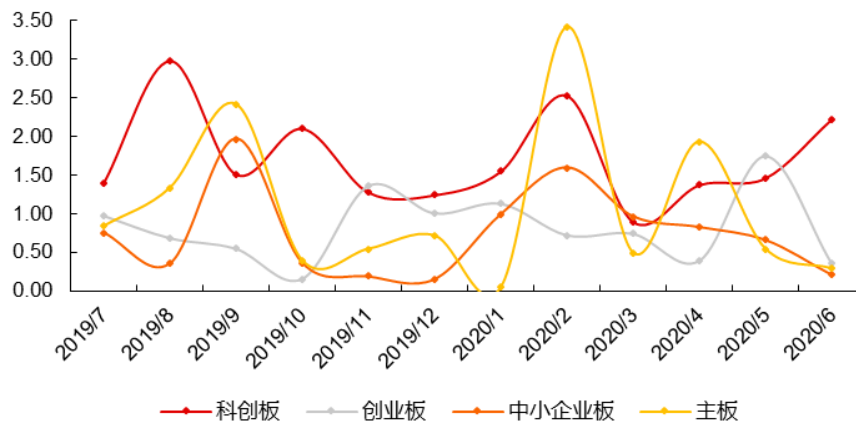
表 10：四大板块 2019 年 7 月 22 日以来募资规模（亿元）

日期	科创板	科创板占比	创业板	中小企业板	主板	总计
2019/7	370.18	91.91%	3.47	6.19	22.92	402.76
2019/8	43.19	17.13%	9.89	172.62	26.40	252.11
2019/9	58.74	59.24%	23.80	9.76	6.86	99.16
2019/10	64.45	28.82%	12.82	16.39	130.01	223.67
2019/11	192.91	47.95%	55.44	6.14	147.86	402.34
2019/12	94.80	18.73%	18.99	21.56	370.65	506.00
2020/1	80.36	19.29%	16.77	6.68	312.82	416.62
2020/2	182.11	67.45%	16.96	6.01	64.92	269.99
2020/3	32.00	32.12%	39.31	10.12	18.18	99.61
2020/4	69.31	37.29%	18.30	46.01	52.23	185.85
2020/5	37.17	23.22%	37.89	27.24	57.80	160.10
2020/6	100.89	45.68%	25.82	20.61	73.53	220.86

资料来源：Wind，长江证券研究所

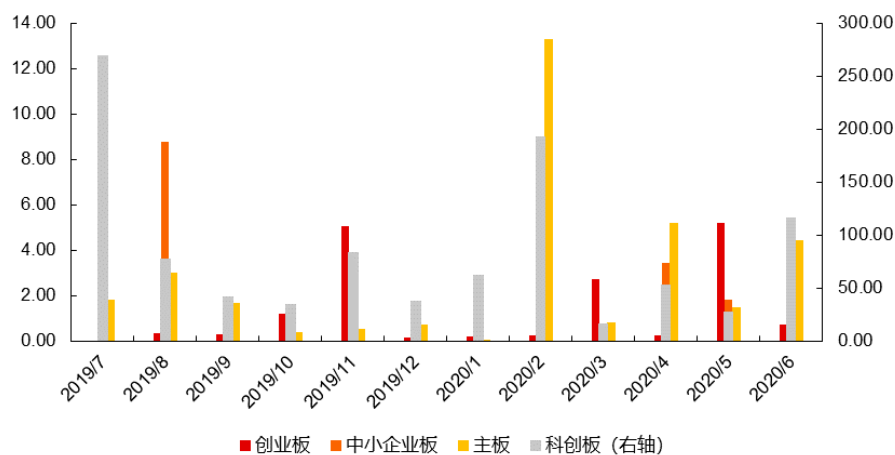
打新收益测算上，比较四个板块网下打新收益变化，由于科创板涨跌幅制度一般在上市后短期即能达到预期涨跌，开板时间平均短于其余板块。

图 15：几大板块开板涨跌幅比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：几大板块 A 股网下打新收益比较（亿元）

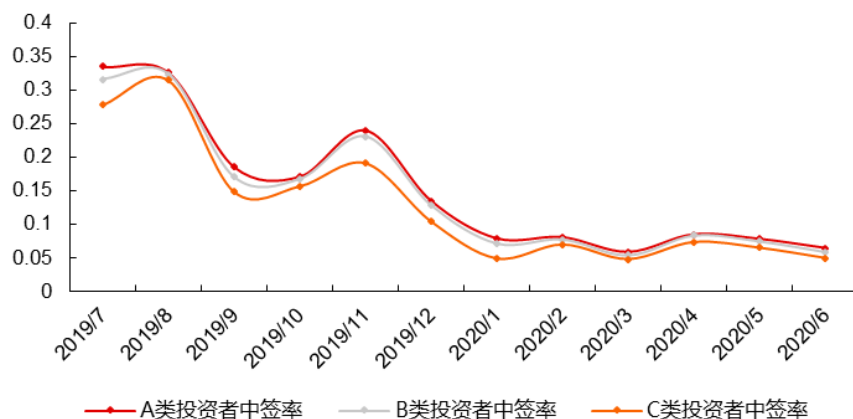


资料来源：Wind，长江证券研究所

今年年初至今，科创板预估打新收益 468.26 亿元，远高于其他三个板块仍然是目前几大板块中打新收益的主要来源。

从变化角度来看，随着上市以来较为丰厚打新收益，科创板吸引了越来越多的机构投资者参与网下询价，科创板询价账户和申购额大幅提升，随着投资者参与程度提升，报价博弈加剧，网下报价更趋理性与上一部分看到的个股定价逐渐围绕估值中枢上下波动的趋势一致；与此同时 A/B/C 三类账户中签率也一直下滑，但是由于定价回归理性带来了个股上市后涨幅有所上升，使得单只个股的打新收益有明显提高，因此整体打新收益仍然能够持续。

图 17：科创板三类投资者中签率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

借鉴创业板的经验，结合发行数量、募资规模、中签率及上市后涨跌幅来看，目前创业板已受理 IPO 企业数量已经达到 50 只，项目数量充足，企业上市积极性较高，根据以往募资规模统计创业板平均募集规模约 5 亿元左右，因此初期募资规模预计与此相当。从中签率上看，目前创业板网下询价和初始配售比例方面的规定与科创板基本保持一致，因此与以往不同的是，在当前规则下，C 类投资者中非专业机构投资者将限制参与网下询价，从而一定程度减少了网下打新参与者，提高了专业机构中签率。在创业板注册制实施初期由于行业历史估值中枢的存在不太可能出现像科创板一样初期定价大幅偏离行业估值发行价的情况，因此发行价格在机构充分博弈的背景下预计将趋于理性，或可带来较好的首日涨幅。因此，短期影响上，注册制改革后创业板带来的打新收益值得跟踪关注。

近期新发基金产品跟踪

本周较上周相比无新增待发行 ETF，以下仍是前期新增名单，如下表所示：

表 11：近期已发行 ETF 产品

基金代码	基金简称	发行日期	基金分类
518683.OF	富国上海金 ETF	2020-06-11	商品（黄金）
518603.OF	广发上海金 ETF	2020-06-18	商品（黄金）
518603.OF	招商中债-0-3 年长三角 ETF	2020-06-22	债券

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周较上周无新增新上市及待上市 ETF 产品，以下仍是前期新增名单，如下表所示：

表 12：本周新上市及待上市 ETF 产品

基金代码	基金简称	上市日期	发行总份额（亿）
515770.SH	上投摩根 MSCI 中国 A 股 ETF	2020-06-19	7.45
510690.SH	兴业上证 180 金融 ETF	2020-06-22	2.96

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10% 之间
中性：	相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间
减持：	相对大盘涨幅小于 -5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

