

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年06月14日

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

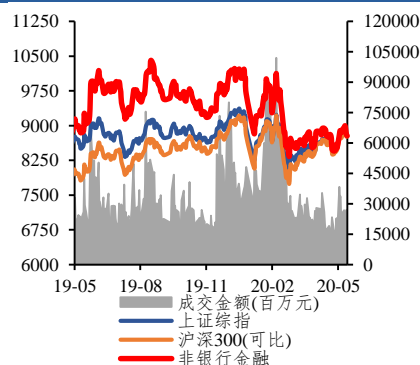
✉ liuwq@cgs.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgs.com

#### 股价走势图



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<高层定调资本市场发展基调，关注后续配套政策出台>> 2020-04-13

<<高层定调资本市场发展，行业发展步入新周期>> 2020-04-12

<<投资助力价值稳健增长，改革推进业务转型升级>> 2020-04-09

## 创业板试点注册制落地速度超预期，券商行业向上长周期开启

### ——关于证监会、深交所创业板注册制试点系列配套政策的专题评析

#### 核心观点

##### ■ 要点 1：创业板改革并试点注册制规则正式发布

2020年6月12日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称《创业板首发办法》）《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（以下简称《创业板再融资办法》）《创业板上市公司持续监管办法（试行）》（以下简称《创业板持续监管办法》）和《证券发行上市保荐业务管理办法》（以下简称《保荐办法》），自公布之日起施行。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。

##### ■ 要点 2：落实高层精神，创业板改革并试点注册制相关制度规则落地速度超预期

创业板实行注册制，监管一直与市场保持良好沟通，引导市场预期，从推进速度看是超市场预期，可见高层发展资本市场的坚定信心，也是振奋人心。深交所本次集中发布 8 项主要业务规则，还同步发布 18 项配套业务细则、指引和通知，进一步明确细化上位法及主要业务规则中相关制度安排。根据《关于创业板试点注册制相关审核工作衔接安排的通知》，6月15日至6月29日（共 10 个工作日），深交所接收证监会创业板首次公开发行股票、再融资、并购重组在审企业提交的相关申请；6月30日起，开始接收新申报企业提交的相关申请。交易所收到注册申请文件后，五个工作日内做出是否受理的决定，并当自受理申请文件之日起二个月内形成审核意见，中国证监会在十五个工作日内对上市公司的注册申请做出予以注册或者不予注册的决定。那么从 6 月 15 日起，5 个工作日+2 个月+15 个工作日，预计最晚 9 月 10 日，创业板将实现注册制下首只新股上市，届时创业板股票全部实行涨跌幅 20% 的机制。

##### ■ 要点 3：券商投行产业链价值上行空间打开，长周期景气度开启

中小券商投行景气度有望提升，券商另类投资子公司迎来新的机遇。跟投机制存在，可能券商会引导创业板上市，与科创板形成竞争。在跟投制度方面，创业板与科创板有所差异，拟对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业实施保荐人相关子公司强制跟投的制度，其他发行人不强制跟投。我们预计管理层是考虑到创业板的定位差异，尤其是包括服务于潜在挂牌上市公司的中小券商的资本实力差异，可能未来相对于龙头券商，中小券商预计在创业板的竞争力度加大，而科创板更多是龙头券商的业务蓝海。且券商未来投行产业链将更为完善，价值链将更长，包

括并购再融资、分拆上市等。未来，在投行领域的分化也将加剧，有望走出更多像华兴资本、华泰联合这类的精品投行。

在行业增量营收方面，结合科创板的相关经验及测算数据，预计行业新增投行承销收入为 42-60 亿元，占 2019 证券保荐承销营收比重为 11.13%-15.90%，占行业营收比重为 1.17%-1.66%；加入保荐机构参与配售的投资收益、新股配售经纪佣金在内的营收为 49.35 亿元-70.50 亿元，占 2019 年行业营收比重为 1.37%-1.96%。

#### ■ 要点 4：创投退出通道预计更加宽畅，活力进一步绽放

我们预计创业板注册制改革将使得创投退出渠道将更为顺畅。早在 2020 年 3 月 6 日，证监会修订并发布《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《特别规定》），3 月 31 日正式实施。《特别规定》（修订版）为创投基金退出提供便利，畅通“投资—退出—再投资”良性循环，吸引更多长期资金进入 PE/VC 市场，投资中小企业、高新技术企业等。既有利于解决私募基金“退出难”问题，也有利于解决中小企业“融资难”问题。

- **投资建议：**重点推荐关注华泰证券（第一家 A+H+G 内地券商）、国泰君安、申万宏源、海通证券及东方证券等，港股关注中金公司等；互联网券商东方财富。风险偏好高的投资者可关注次新股类弹性标的：南京证券、中国银河等，部分为关联券商未列出。

创投板块继续建议关注。

- **风险提示：**中美贸易摩擦波动风险；地缘政治风险；市场大幅下跌风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；肺炎疫情持续蔓延影响等。

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 事件回顾.....                               | 5  |
| 2. 事件评析.....                               | 5  |
| 2.1 落实高层精神，创业板改革并试点注册制相关制度规则落地速度超预期 .....  | 5  |
| 2.2 潜在影响.....                              | 10 |
| 2.2.1 预计首单有望短期落地，20%涨跌幅为期不远 .....          | 10 |
| 2.2.2 预计首批上市为 25-30 家，全年合计募资或超 700 亿 ..... | 11 |
| 2.2.3 券商投行产业链价值上行空间打开，长周期景气度开启 .....       | 12 |
| 2.2.4 创投退出通道预计更加宽畅，活力进一步绽放 .....           | 15 |
| 2.3 未来潜在的改革路径研判 .....                      | 16 |
| 3. 展望与投资建议.....                            | 16 |
| 3.1 展望 .....                               | 16 |
| 3.2 估值与投资建议 .....                          | 17 |
| 4. 风险提示 .....                              | 18 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：创业板注册制改革历程 .....                      | 6  |
| 图 2：创业板审核上市流程：审核时间原则上不超过 3 个月 .....       | 10 |
| 图 3：创业板再融资审核程序流程图 .....                   | 11 |
| 图 4：重大资产重组审核流程图 .....                     | 11 |
| 图 5：IPO 排队企业数量和家数市占率（含科创） .....           | 13 |
| 图 6：IPO 排队企业数量和家数市占率（不含科创） .....          | 13 |
| 图 7：创业板 IPO 排队企业数量和家数市占率 .....            | 14 |
| 图 8：投行业务收入变化 .....                        | 15 |
| 图 9：私募基金规模分布 .....                        | 16 |
| 图 10：上市券商 PB 估值与 ROE 关系图 .....            | 18 |
|   |    |
| 表 1：证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则要点梳理 .....      | 6  |
| 表 2：创业板改革并试点注册制深交所相关业务规则及配套安排文件要点梳理 ..... | 7  |
| 表 3：创业板注册制试点有利于行业利润释放（初步测算） .....         | 14 |
| 表 4：上市券商 PE、另类投资公司受益创业板注册制改革空间测算 .....    | 15 |

## 1. 事件回顾

2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》（以下简称《总体方案》）。为贯彻落实《总体方案》，中国证监会日前就《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》草案和《证券发行上市保荐业务管理办法》修订草案向社会公开征求意见。

创业板改革并试点注册制相关规章自2020年4月27日至5月27日向社会公开征求意见。同时，证监会通过召开座谈会、书面征求意见等形式听取了有关方面的意见。社会各界对规则内容总体支持，提出的修改完善意见建议，证监会逐条认真研究，合理建议均以吸收采纳，并相应修改了规章内容。

2020年6月12日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称《创业板首发办法》）、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（以下简称《创业板再融资办法》）、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》（以下简称《创业板持续监管办法》）和《证券发行上市保荐业务管理办法》（以下简称《保荐办法》），自公布之日起施行。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。

## 2. 事件评析

### 2.1 落实高层精神，创业板改革并试点注册制相关制度规则落地速度超预期

总体看，创业板实行注册制，监管一直与市场保持良好沟通，引导市场预期，从推进速度看是超市场预期，可见高层发展资本市场的坚定信心。

深交所本次集中发布的主要业务规则，包括《创业板股票发行上市审核规则》、《创业板上市公司证券发行上市审核规则》、《创业板上市公司重大资产重组审核规则》、《创业板上市委员会管理办法》、《行业咨询专家库工作规则》、《创业板股票上市规则（2020年修订）》、《创业板交易特别规定》及《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》等8项。

此外，还同步发布18项配套业务细则、指引和通知，进一步明确细化上位法及主要业务规则中相关制度安排，包括《创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》、《创业板首次公开发行股票发行与承销业务实施细则》、《创业板上市公司证券发行与承销业务实施细则》、《创业板股票异常交易实时监控细则（试行）》、《创业板上市公司规范运作指引（2020年修订）》、《关于创业板试点注册制相关审核工作衔接安排的通知》、《创业板股票首次公开发行上市审核问答》及《创业板上市公司证券发行上市审核问答》等。

图 1：创业板注册制改革历程



资料来源：证监会，长城证券研究所

表 1：证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则要点梳理

| 相关文件                                    | 要点梳理   |
|---|--|
| 一、《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（简称《创业板首发办法》）  | <p>1. 精简优化现有发行条件。将发行条件中可以由投资者判断的事项转化为更加严格的信息披露要求，强调按照重大性原则把握企业的法律合规性和财务规范性问题。具体的发行条件从经营情况、会计工作、业务能力及生产合规性四个方面对组织机构进行约束。</p> <p>2. 明确注册程序制度。建立受理和审核的全流程电子化审核注册系统，减轻企业负担，并实现全流程公开，提高审核透明度。同时对中止和终止发行审核程序与注册程序的情况做出明确说明。注册程序的对交易所发行上市审核和报证监会注册程序、电子化注册系统、工作透明、现场检查制度几个方面明确规定。</p> <p>3. 强化信息披露监管。严格落实发行人等相关主体在信息披露方面的责任，制定针对创业板企业特点的差异化信息披露规则。监管从信息披露的真实、准确、完整，发行人和相关人员的责任明确，以及创业板企业披露内容进行强调。</p> <p>4. 明确市场化发行承销的基本规则。做到明确规则适用和规定定价方式、投资者报价要求、最高报价剔除比例等事项应同时遵守深交所相关规定。</p> <p>5. 强化监督管理和法律责任。加大对发行人、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度。具体包括对交易所发行上市审核工作和发行承销过程的监管，对违法违规行为采取严厉措施，对违反自律规则的行为实施自律监管或纪律处分。</p> |
| 二、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（简称《创业板再融资办法》） | <p>1. 明确适用范围和基本原则。上市公司发行股票、可转换公司债券、存托凭证以及中国证券监督管理委员会认可的其他证券品种，适用《创业板再融资办法》。同时明确上市公司和保荐人、证券服务机构等市场参与主体的义务和责任。</p> <p>2. 明确发行上市审核和注册程序。深交所审核期限为二个月，证监会注册期限为十五个工作日。针对“小额快速”融资设置简易程序。</p> <p>3. 精简优化发行条件。以向不特定对象发行和向特定对象发行作为区分，差异化设置各类证券品种的再融资条件，同时规范所募集资金的用途规定。</p> <p>4. 强化信息披露要求。要求以投资者需求为导向，有针对性地披露业务模式、公司治理、发展战略等信息，充分、有针对性地披露业务模式、公司治理、发展战略、经营政策、会计政策、财务状况分析等信息，并充分揭示可能对公司核心竞争力、经营稳定性以及未来发展产生重大不利风险的因素。</p> <p>5. 对发行承销作出特别规定。规定配股中拟配售数量不超过本次配售前股本总额的百分之五十；规定增发定价应当不低于公</p>  |



| 相关文件                                     | 要点梳理   |
|--|--|
|  | <p>告招股意向书前二十个交易日或前一个交易日公司股票均价；对于发行价格、定价基准日、锁定期，以及可转债的利率确定方法、转股期限、转股价格、交易方式等作出专门安排；规定上市公司董事会决议提前确定全部发行对象的，可以自行销售。</p> <p>6. 强化监督管理和法律责任。强化监督管理和法律责任，加大对上市公司、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度。规定证监会建立对交易所发行上市审核工作和发行承销过程监管的监督机制，可以对交易所进行定期检查和抽查。同时加大违法违规行为追责力度，对负有责任的上市公司及其控股股东、实际控制人、保荐人、证券服务机构以及相关责任人员，采取较长时间段内不予受理证券发行相关文件、认定为不适当人员、市场禁入的监管措施。</p> <p>7. 明确了战略投资者的定义和红筹企业再融资的规则适用。明确创业板上市公司发行优先股、向员工发行证券用于激励的办法由中国证监会另行规定。</p> <p>1. 明确适用原则。创业板公司应遵守上市公司持续监管的一般规则，明确现行规章、规范性文件等持续监管规则与《持续监管办法》不一致的，优先适用《持续监管办法》。</p> <p>2. 明确公司治理相关要求。强调董监高的忠实、勤勉义务，控股股东诚信规范行使权利，并针对存在特别表决权股份的公司作出专门安排。</p> |
| 三、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》<br>（简称《创业板持续监管办法》） | <p>3. 完善信息披露制度。建立具有针对性的信息披露制度，强化行业定位和风险因素的披露，突出控股股东、实际控制人等关键少数的信息披露责任。规范自愿披露行为，要求公司按照同一标准披露后续类似信息；允许重大事项不确定时暂缓披露、允许非交易时段对外发布重大信息等，提升信息披露的弹性和包容度。</p> <p>4. 明确股份减持及持股锁定期要求。授权证券交易所对锁定期满后股东减持首发前的股份以及定增股份的减持做出规定，适当延长未盈利企业控股股东、实际控制人、董监高的持股锁定期。</p> <p>5. 完善重大资产重组制度。明确创业板上市公司并购重组涉及发行股票的实行注册制，适当放宽创业板上市公司重大资产重组的认定，并规定重组标的资产要求等。</p> <p>6. 调整股权激励制度。扩展可以成为激励对象的人员范围，放宽限制性股票的价格限制，提升股权激励计划标的股票占总资本的比例，并进一步简化限制性股票的授予程序。</p>  |
| 四、《证券发行上市保荐业务管理办法》<br>（简称《保荐办法》）         | <p>1. 与新《证券法》保持协调衔接，调整审核程序相关条款，完善保荐代表人资格管理。</p> <p>2. 强化发行人责任。明确发行人及其控股股东、实际控制人配合保荐工作的相关要求，并制定相应的罚则。</p> <p>3. 压实中介机构责任。细化中介机构执业要求，明确保荐机构的核查要求，督促中介机构各尽其责、合力把关，提高保荐业务质量。</p> <p>4. 强化保荐机构内部控制。要求保荐机构建立运行有效的内控机制，将保荐业务纳入公司整体合规管理和全面风险管理范围，推动行业自发形成合规发展、履职尽责的内生动力和自我约束力。</p> <p>5. 加大对中介机构的问责力度。丰富监管措施类型，扩大人员问责范围，加大处罚力度，强化内部惩戒，提高违法违规成本。</p> <p>6. 优化辅导安排。为下一步制定辅导监管细则预留空间，完善联合保荐规定，支持实体经济发展；同时将分散在其他规则中的保荐业务相关规定统一纳入《保荐办法》。</p>  |

资料来源：证监会，长城证券研究所

**表 2：创业板改革并试点注册制深交所相关业务规则及配套安排文件要点梳理**

| 分类               | 相关文件   | 要点梳理   |
|------------------|--|--|
| 一、首发审核类<br>(9 项) | <p>创业板股票发行上市审核规则</p> <p>创业板上市委员会管理办法</p> <p>行业咨询专家库工作规则</p> <p>创业板企业发行上市</p> | <p>(1) 明确并坚守创业板企业的定位。一是为适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，创业板主要服务成长型创新创业企业。二是坚守创业板定位，根据《上市公司行业分类指引规定》，原则上不支持农林牧渔等传统行业在创业板发行上市。三是为支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，明确符合深度融合条件的传统企业可在创业板上市。四是针对在审行业做出不适用行业负面清单规定，做好新旧制度衔接。</p> <p>(2) 建立创业板上市委员会和行业咨询专家库，明确上市委员会与专家库专家职责。其中上市委人员不超过 60 名，每届可任期两年。专家库专家公开进行选聘，工作性质为兼职。</p> |

| 分类                      | 相关文件                                   | 要点梳理   |
|-------------------------|--|--|
| 二、再融资、并购重组 审核类<br>(3 项) | 申报及推荐暂行规定                              | (3) 完善信息披露标准要求。一是发行人应当诚实守信, 依法充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息, 保证发行上市申请文件和信息披露的真实、准确、完整。二是对于红筹企业, 须披露影响投资者决策的重要事项, 保护红筹企业和投资者的合法权益。三是对于信息披露的审核要求达到真实、准确、完整, 并保证信息披露的质量。   |
|                         | 创业板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引                  |  |
|                         | 创业板上市保荐书内容与格式指引                        | (4) 建立审核规则并完善审核流程。一是明确审核程序, 整体审核程序为审核机构受理-审核问询与回复-中止、恢复或终止审核-上市委员会审议-向证监会报送审核意见-提交注册-上市交易。二是遵循依法合规、公开透明、便捷高效的原则, 调整审核时限, 提高审核效率, 同时加强审核透明度, 明确市场预期。  |
|                         | 创业板发行上市申请文件受理指引                        |  |
|                         | 关于创业板试点注册制相关审核工作衔接安排的通知                | (5) 大力改革上市标准。普通企业至少要符合以下标准中的一项: (一) 最近两年净利润均为正, 且累计净利润不低于人民币 5000 万元; (二) 预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元; (三) 预计市值不低于人民币 50 亿元, 且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元。红筹企业要符合以下标准的一项: (一) 预计市值不低于人民币 100 亿元, 且最近一年净利润为正; (二) 预计市值不低于人民币 50 亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 5 亿元。  |
|                         | 创业板股票首次公开发行上市审核问答                      | (1) 完善小额快速再融资机制。在《创业板上市公司证券发行上市审核规则》中设置小额融资适用条件, 针对“小额快速”融资设置简易程序, 交易所在二个工作日内受理, 三个工作日内作出审核意见, 中国证监会在三个工作日内作出是否注册的决定, 鼓励和支持运作规范的优质上市公司利用资本市场进行直接融资。  |
|                         | 创业板上市公司证券发行上市审核规则                      | (2) 完善重大资产重组制度。明确创业板上市公司并购重组涉及发行股票的实行注册制, 并规定重组标的资产要求等。明确创业板上市公司实施重大资产重组或者发行股份购买资产的, 标的资产所属行业应当符合创业板定位或者与上市公司属于同行业、上下游; 明确上市公司并购重组, 涉及发行股票的实施注册制, 规定证监会在五个工作日内作出注册决定; 适当放宽创业板上市公司重大资产重组的认定, 在以营业收入指标认定重大资产重组时, 除百分之五十的比例标准外, 增加了五千万元数额要求; 降低发行股份购买资产中股份定价下限要求, 由现行规定中不得低于市场参考价的百分之九十调整为百分之八十; 授权交易所制定符合创业板上市公司特点的并购重组具体实施标准和规则等。 |
|                         | 创业板上市公司重大资产重组审核规则                      | (3) 精简优化发行条件, 区分向不特定对象发行和向特定对象发行, 差异化设置各类证券品种的再融资条件。规定向不特定对象发行股票的积极条件和消极条件。积极条件包括组织机构健全、董监高符合任职要求、会计基础规范、最近二年连续盈利等; 消极条件包括上市公司及其控股股东、实际控制人最近三年不存在经济犯罪、最近一年不存在未履行公开承诺等情形。   |
|                         | 创业板上市公司证券发行上市审核问答                      | 同时, 对于向特定对象发行股票仅规定消极条件。主要包括最近一年财务报告符合规定要求, 控股股东、实际控制人最近三年不存在严重损害公司利益或者投资者权益的重大违法行为, 不存在擅自改变前次募集资金用途且未纠正等情形。  |
|                         | 创业板股票上市规则 (2020 年修订)                   | (1) 优化上市条件。综合考虑预计市值、收入、净利润等, 制定多套上市标准, 并且取消“最近一期不存在未弥补亏损”的要求, 同时完善盈利上市标准。  |
| 三、持续监管类<br>(5 项)        | 创业板上市公司规范运作指引 (2020 年修订)               | (2) 完善红筹企业上市及退市条件。调整红筹企业股本总额及股权结构上市条件, 明确股本总额按股份总数、存托凭证份数计算, 明确上市条件关于“营业收入快速增长”的标准; 调整红筹企业交易类退市相关标准。   |
|                         | 上市公司股东大会网络投票实施细则 (2020 年修订)            | (3) 进一步健全退市机制, 优化退市指标。简化退市流程, 取消暂停上市、恢复上市的环节, 对于交易类退市不再设置退市整理期。将市值退市指标调整为连续 20 个交易日每日收盘市值低于 3 亿元; 完善财务类退市标准, 公司因触及财务类指标被实施*ST 后, 下一年度财务报告被出具保留意见的, 也将被终止上市。  |
|                         | 香港中央结算有限公司参与深港通上市公司网络投票实施指引 (2020 年修订) | (4) 强化公司治理。明确特别表决权股份持有人资格、转让限制、表决权数量比等明细要求。  |
|                         |  | (5) 强化风险警示。针对财务类、规范类、重大违法类退市设置*ST 制度同时增设其他风险警示制度, 强化创业创新及未盈利企业的行业信息、经营风险、业绩波动等披露要求。  |



| 分类              | 相关文件   | 要点梳理  |
|-----------------|--|---|
| 四、发行承销类<br>(4项) | 关于发布创业板上市公司董事(监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人)声明及承诺书的通知 | <p>(6) 优化股份减持制度。明确未盈利企业减持要求,丰富减持方式,同时增加上市公司触及重大违法强制退市情形下,特定主体禁止减持的规定。</p> <p>(7) 提高股权激励灵活性。简化激励实施流程,允许公司在分次获益条件满足后将股票分批登记至激励对象名下并可直接上市流通;将激励股份或期权总额由 10% 提升至 20%,提高了激励比例上限;同时放宽激励对象限制,持股 5% 以上的股东、实际控制人等符合条件的均可成为激励对象。</p> <p>(8) 明确上市公司发行股票、可转债上市条件。明确“上市公司申请股票、可转换公司债券在本所上市时仍应当符合相应的发行条件”,与目前再融资实际执行情况保持一致。</p> |
|                 | 创业板首次公开发行证券发行与承销业务实施细则                       | <p>(1) 完善询价定价方式。面向专业机构投资者询价,首次公开发行业询价对象为证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外投资者和私募基金管理人等 7 类专业机构投资者。将网下初始发行比例调高 10%,提升回拨后网下投资者配售比例,五类中长期资金网下优先配售比例提高到 70%。</p>   |
|                 | 创业板上市公司证券发行与承销业务实施细则                         | <p>(2) 优化发行定价约束机制。发行数量 2000 万股(份)以下且无股东公开发售股份的盈利企业,可直接定价确定发行价格,降低中小市值公司发行成本,提高发行效率。设置限售期引导网下投资者审慎报价,发行人和主承销商可采用摇号限售或比例限售方式,对一定比例的网下发行证券设置不少于 6 个月的限售期。</p>  |
|                 | 深圳市场首次公开发行股票网下发行实施细则(2020 年修订)               | <p>(3) 完善战略配售机制。取消战略配售关于发行规模的前置条件。由发行人和承销商自行决定是否实施战略配售,对不同发行规模企业的战略投资者数量和战略配售比例作出针对性要求,提高战略配售制度的灵活性。</p>  |
| 五、交易类 (5项)      | 关于发布创业板证券上市公告书内容与格式指引的通知                     | <p>(4) 优化完善跟投机制。在提高保荐机构跟投制度灵活性的同时,要求对四类特殊企业实施跟投,督促保荐机构有效防控风险、审慎合理定价。</p>  |
|                 | 创业板交易特别规定                                    | <p>(5) 强化监管并落实市场责任。强化对发行人、中介机构等市场主体的日常监管,明确创业板 IPO 及再融资发行承销过程中各参与主体的违规情形,以及深交所可采取的自律监管措施和纪律处分。</p>  |
|                 | 创业板股票异常交易实时监控细则(试行)                          | <p>(6) 完善再融资发行承销相关机制。一是优化向特定对象发行股票适用简易程序的发行安排,将竞价环节前置至申报材料前,提高优质上市公司融资效率;二是规范并完善现行成熟做法,细化各再融资品种的发行定价方式和申购缴款程序,明确发行人与主承销商可以在向特定对象发行证券时约定中止发行情形。</p>  |
|                 | 创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定                         | <p>(1) 适当放宽创业板股票与相关基金涨跌幅限制。对创业板股票竞价交易实行价格涨跌幅限制,涨跌幅限制比例为 20%。超过涨跌幅限制的申报为无效申报。创业板首次公开发行上市的股票,上市后的前五个交易日不设价格涨跌幅限制。另外同步放宽相关基金涨跌幅至 20%。具体基金名单由深交所公布。《交易特别规定》自按照注册制发行上市的首只股票上市首日起施行,即从第一只新股上市起开始,创业板股票全部实行涨跌幅 20% 的机制。</p>  |
|                 | 关于创业板股票涉及股票质押回购及约定购回交易有关事项的通知                | <p>(2) 优化盘中交易与临时停牌交易。一是连续竞价阶段限价申报的有效竞价范围,买入申报价格不得高于买入基准价格的 102%,卖出申报价格不得低于卖出基准价格的 98%;二是提高单笔最高申报数量,限价申报单笔最高申报数量调整至 30 万股,市价申报调整至 15 万股;三是对盘中异常异动设置涨跌 30%、60% 两档停牌指标,单次盘中临时停牌的持续时间为 10 分钟。</p>   |
|                 | 关于创业板股票及存托凭证证券简称及标识的通知                       | <p>(3) 实施盘后定价交易。允许投资者在竞价交易收盘后,按照收盘价买卖股票,盘后定价申报的单笔申报数量不得超过 100 万股,每个交易日的 15:05 至 15:30 为盘后定价交易时间。另外,神股通投资者可以参与盘后定价交易,实施时间另行通知。</p>   |
|                 |  | <p>(4) 调整交易公开信息披露指标。调整有涨跌幅限制的股票交易公开信息披露指标阈值,调整交易异常波动指标,增加严重异常波动指标,主要包括收盘价格涨跌幅偏离值、价格振幅和换手率等指标异常。</p>   |
|                 |  | <p>(5) 明确创业板异常交易行为定性定量认定标准,规定投资者异常交易行为监管措施。明确虚假申报、拉抬打压股价、维持涨跌幅限制价格、自买自卖和互为对手方交易、严重异常波动股票申报速率异常等五大类典型异常交易行为;量化异常交易行为指标阈值,对异常交易行为认定需结合量化标准</p>  |

| 分类 | 相关文件 | 要点梳理   |
|----|------|--|
|    |      | <p>(如申报资料来源:长城证券研究所数量和频率等)和定性分析(如股票基本面等)进行实质性判断。</p> <p>强化会员履行客户管理职责,积极协同配合深交所做好异常交易行为监管工作。</p> <p>(6) 优化融资融券和转融通机制。创业板注册制下发行上市的股票,自上市首日起可作为融资融券标的;提升转融通交易效率,证券公司借入股票的当日可供客户融券卖出;扩大转融通券源,将战略投资者配售股票纳入可出借范围。</p> <p>(7) 强化风险防控意识。注册制下发行上市的股票,暂不作为股票质押回购及约定购回交易标的证券;创业板股票被实施风险警示当日起将其调整出融资融券标的的证券范围。</p> <p>(8) 明确创业板股票及存托凭证证券简称及标识。首次公开发行上市股票及存托凭证上市首日证券简称首位字母为“N”;上市后次日至第五日,其证券简称首位字母为“C”。发行人尚未盈利的,其股票或存托凭证的特别标识为“U”;发行人具有表决权差异安排的,其股票或存托凭证的特别标识为“W”;发行人具有协议控制架构或者类似特殊安排的,其股票或存托凭证的特别标识为“V”。</p> |

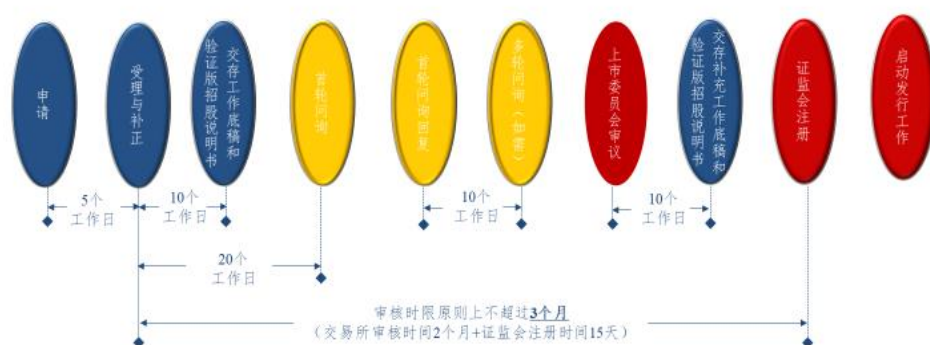
资料来源:证监会,长城证券研究所

## 2.2 潜在影响

### 2.2.1 预计首单有望短期落地, 20%涨跌幅为期不远

根据《关于创业板试点注册制相关审核工作衔接安排的通知》,6月15日至6月29日(共10个工作日),深交所接收证监会创业板首次公开发行股票、再融资、并购重组在审企业提交的相关申请;6月30日起,开始接收新申报企业提交的相关申请。交易所收到注册申请文件后,五个工作日内做出是否受理的决定,并当自受理申请文件之日起二个月内形成审核意见,中国证监会在十五个工作日内对上市公司的注册申请做出予以注册或者不予注册的决定。那么从6月15日起,5个工作日+2个月+15个工作日,预计最晚9月10日,创业板将实现注册制下首只新股上市,届时创业板股票全部实行涨跌幅20%的机制,预计对股市生态及交易习惯会产生深远影响。

图2: 创业板审核上市流程: 审核时间原则上不超过3个月



资料来源:证监会官网,深交所官网,长城证券研究所

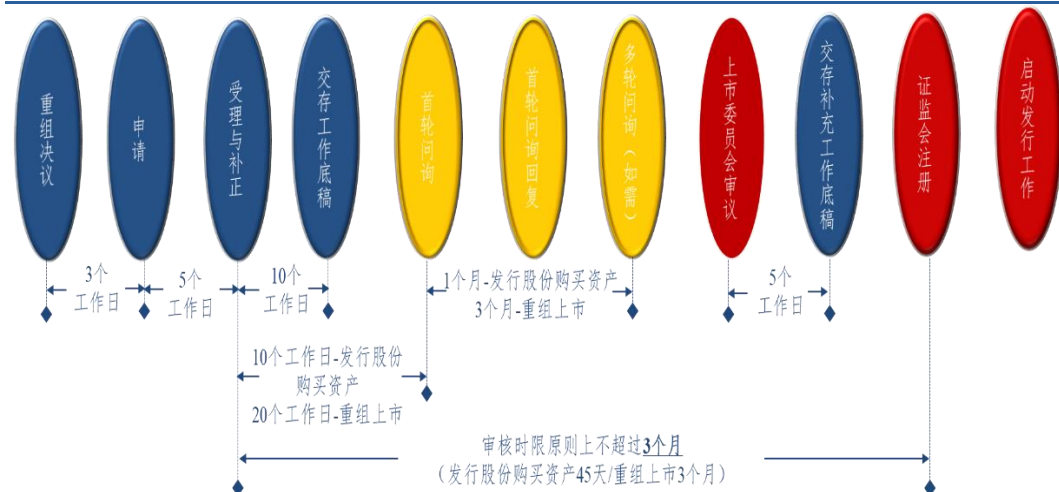
图 3：创业板再融资审核程序流程图

再融资审核程序流程图——一般规定



资料来源：证监会官网，深交所官网，长城证券研究所

图 4：重大资产重组审核流程图



资料来源：证监会官网，深交所官网，长城证券研究所

## 2.2.2 预计首批上市为 25-30 家，全年合计募资或超 700 亿

据上交所数据显示，科创板首批上市天准科技、澜起科技、杭可科技等 25 家公司，共发行 27.82 亿股，募集资金总额 360.48 亿，净募资为 347.17 亿。其中 23 家公司中，股票发行量均在 1000 万股到 6800 万股之间，最低的是安集科技的 1327.71 万股，睿创微纳、中微公司、光峰科技和嘉元科技均超过了 5000 万股，7 家公司在 4000 万股到 5000 万股之间，南微医学 1 家在 3000 万股到 4000 万股之间，6 家在 2000 万股到 3000 万股之间，而心脉医疗发行 1800 万股。在募集资金规模方面，除超过百亿的中国通号和超过 20 亿的

澜起科技，另外 23 家的净募集资金均超过了 4 亿元，其中 10 家超过了 10 亿元，11 家超过了 5 亿元，低于 5 亿元的分别是安集科技的约 4.75 亿元和沃尔德的 4.69 亿元。首批上市平均募集资金方面，25 家公司平均募集股本 1.112 亿股，平均募集资金为 14.42 亿元，平均净募集资金为 13.89 亿元。而据 2019 年全年数据统计显示，共有 70 家科创板公司完成上市，募集资金总计达到了 824.27 亿元，发行费用合计 59.36 亿元。

结合科创板的上市发行节奏及创业板上市开闸为 28 家，我们预计创业板注册制首批上市为 25-30 家，考虑到创业板公司体量，单家公司募资较科创板有所压缩，预计募集资金为 250 亿元-300 亿元；预计 2020 年（实际为下半年）合计上市为 70-100 家，募集资金为 700 亿元-1000 亿元。

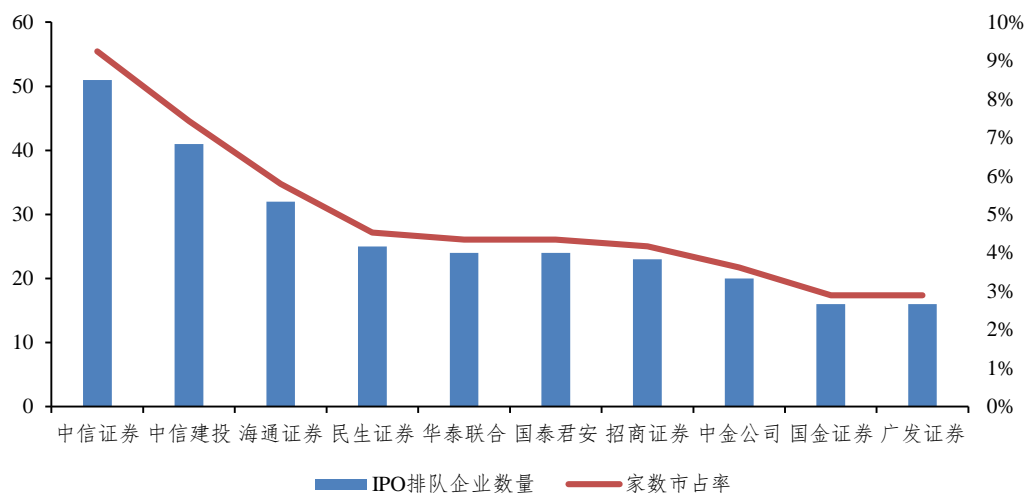
### 2.2.3 券商投行产业链价值上行空间打开，长周期景气度开启

中小券商投行景气度有望提升，券商另类投资子公司迎来新的机遇。跟投机制存在，可能券商会引导创业板上市，与科创板形成竞争。在跟投制度方面，创业板与科创板有所差异，拟对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业实施保荐人相关子公司强制跟投的制度，其他发行人不强制跟投。我们预计管理层是考虑到创业板的定位差异，尤其是包括服务于潜在挂牌上市公司的中小券商的资本实力差异，可能未来相对于龙头券商，中小券商预计在创业板的竞争力度加大，而科创板更多是龙头券商的业务蓝海。且券商未来投行产业链将更为完善，价值链将更长，包括并购再融资、分拆上市等。未来，在投行领域的分化也将加剧，有望走出更多像华兴资本、华泰联合这类的精品投行。

数据显示，截止至 2020 年 6 月 12 日，前 10 大保荐券商的 IPO 排队家数（含科创）CR10 为 49.28%，中信证券、中信建投和海通证券排名较前。前 10 大保荐券商的 IPO 排队家数（不含科创）CR10 为 33.88%，中信建投、中信证券和招商证券排名较前。前 10 大保荐券商的创业板 IPO 排队家数 CR10 为 51.09%，中信建投、中信证券和海通证券排名较前。

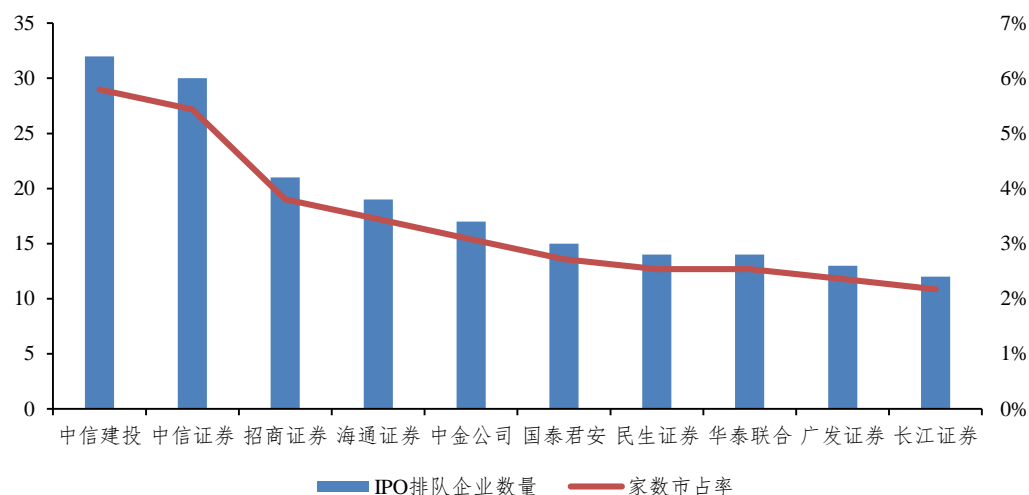
在行业增量营收方面，结合科创板的相关经验及测算数据，预计行业新增投行承销收入为 42-60 亿元，占 2019 证券保荐承销营收比重为 11.13%-15.90%，占行业营收比重为 1.17%-1.66%；加入保荐机构参与配售的投资收益、新股配售经纪佣金在内的营收为 49.35 亿元-70.50 亿元，占 2019 年行业营收比重为 1.37%-1.96%。

图 5: IPO 排队企业数量和家数市占率 (含科创)



资料来源: wind, 长城证券研究所

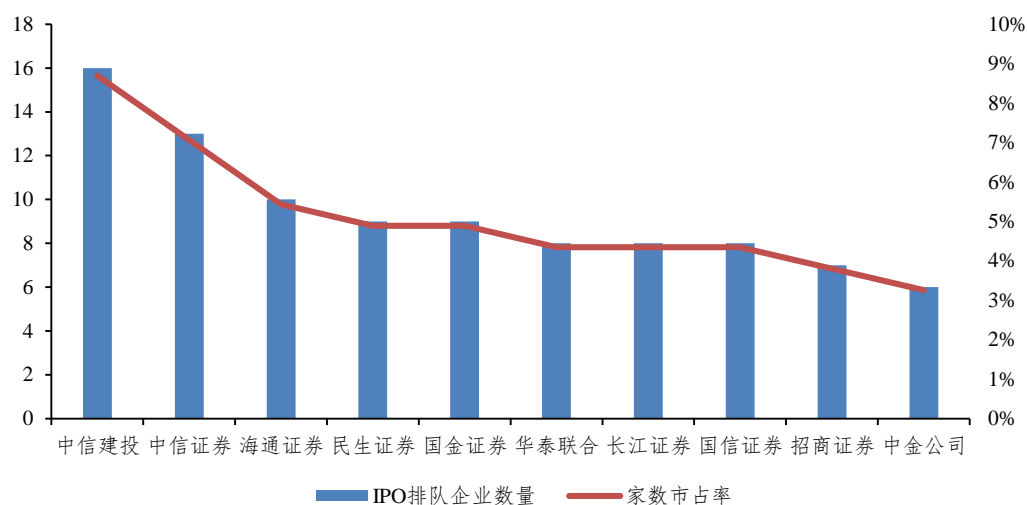
图 6: IPO 排队企业数量和家数市占率 (不含科创)



资料来源: wind, 长城证券研究所



图 7：创业板 IPO 排队企业数量和家数市占率



资料来源：wind，长城证券研究所

表 3：创业板注册制试点有利于行业利润释放（初步测算）

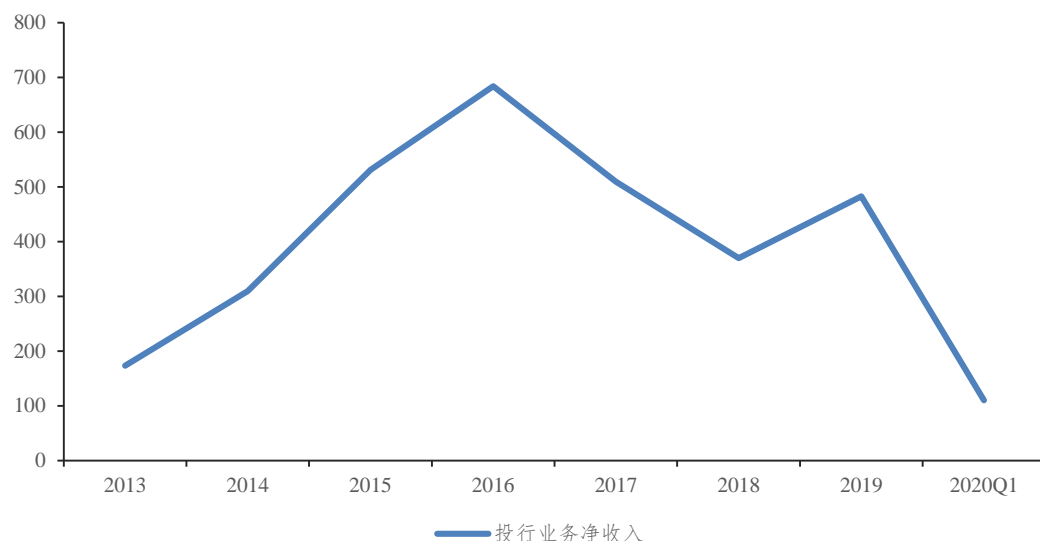
| 假定每年新增 IPO 投行/家                            | 70     | 85     | 100    |
|--|--------|--------|--------|
| 预计每家募资规模/亿元                                |        | 10     |        |
| 每单承销费收入/亿元                                 | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| 假定 IPO 承销费率                                | 6%     | 6%     | 6%     |
| 假定 IPO 承销毛利率                               | 25%    | 25%    | 25%    |
| 投行承销收入/亿元                                  | 42     | 51     | 60     |
| 投行 IPO 增加毛利/亿元                             | 10.5   | 12.75  | 15     |
| 投行 IPO 增加行业净利润/亿元（考虑 25% 的所得税）             | 7.88   | 9.56   | 11.25  |
| 投行 IPO 增加行业收入/2019 证券保荐承销营收                | 11.13% | 13.51% | 15.90% |
| 投行 IPO 增加行业收入/2019 证券行业营收                  | 1.17%  | 1.41%  | 1.66%  |
| 投行 IPO 增加行业净利润（考虑 25% 的所得税）对 2019 行业净利润贡献度 | 0.64%  | 0.78%  | 0.91%  |
| 假定保荐机构参与配售比例                               |        | 10%    |        |
| 预计投资收益率                                    |        | 10%    |        |
| 预计投资收益                                     | 7      | 8.5    | 10     |
| 假定新股配售经纪佣金率                                |        | 0.05%  |        |
| 新股配售经纪佣金/亿元                                | 0.35   | 0.43   | 0.50   |
| 初步预计新增总营收                                  | 49.35  | 59.93  | 70.50  |
| 初步预计新增总营收/2019 年行业营收                       | 1.37%  | 1.66%  | 1.96%  |

资料来源：wind，长城证券研究所

**表 4：上市券商 PE、另类投资公司受益创业板注册制改革空间测算**

|                    | 2018、2019 两年平均 |       |       |
|--------------------|----------------|-------|-------|
| 上市券商 PE 子公司的净利润/亿元 | 37.5           |       |       |
| 上市券商直投子公司的净利润/亿元   | 17             |       |       |
| 合计                 | 54.5           |       |       |
| 上市券商净利润/亿元         | 792            |       |       |
| 合计/上市券商净利润         | 6.88%          |       |       |
|                    | 假定区间           |       |       |
| 平均合计可能存在的增幅        | 20%            | 30%   | 50%   |
| 平均合计对上市券商净利润的新增贡献  | 1.38%          | 2.06% | 3.44% |

资料来源：wind，长城证券研究所

**图 8：投行业务收入变化**


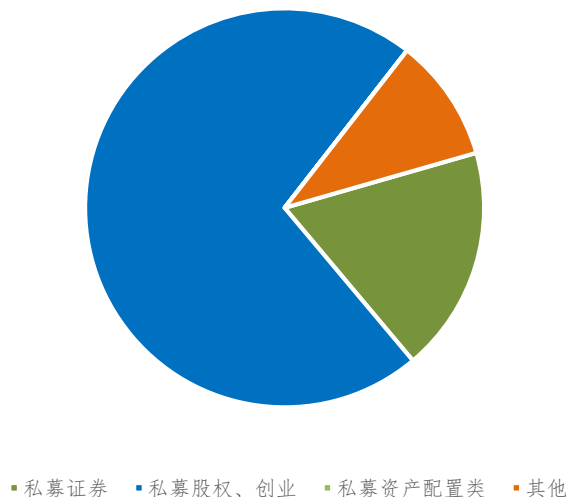
资料来源：wind，长城证券研究所

## 2.2.4 创投退出通道预计更加宽畅，活力进一步绽放

我们预计创业板注册制改革将使得创投退出渠道将更为顺畅。早在 2020 年 3 月 6 日，证监会修订并发布《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《特别规定》），3 月 31 日正式实施。《特别规定》（修订版）为创投基金退出提供便利，畅通“投资—退出一再投资”良性循环，吸引更多长期资金进入 PE/VC 市场，投资中小企业、高新技术企业等。既有利于解决私募基金“退出难”问题，也有利于解决中小企业“融资难”问题。简化反向挂钩政策适用标准，扩大了创投基金的可选标的范围。取消大宗交易方式下减持受让方的锁定期限制，降低了受让方的市场风险，提高了受让方的参与意愿。取消投资期限在五年以上的创业投资基金减持限制，可以吸引基金早投、长投。调整投资期限计算方式，将“发行申请材料受理日至发行人首次公开发行日”计入投资期限，更加符合实际情况。《特别规定》（修订版）明确弄虚作假申请政策的法律责任，体现了监管部门放管结合的精神，有利于维持良好的市场秩序。

截至 2020 年 6 月 12 日，私募股权及创业基金规模达 102087 亿元，占私募基金市场规模的比重为 72%。《特别规定》（修订版）施行后，私募股权及创投基金规模有望进一步放大。我们认为，预计随着创业板注册制试点落地，创投项目的退出渠道将更为顺畅，行业生态不断优化。

图 9：私募基金规模分布



资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2020 年 6 月 12 日

## 2.3 未来潜在的改革路径研判

深交所方面表示，创业板改革并试点注册制首次将“增量+存量”改革同步推进，深交所将按照中国证监会部署要求，深入贯彻落实新《证券法》，坚持稳字当头、稳中求进，把握好新旧规则衔接，平稳推进创业板市场改革，并持续梳理总结日常监管中发现的新情况、新问题，广泛收集评估市场主体对规则执行的反馈意见，深入研究论证，及时做好规则适应性修订，不断完善存量市场基础性制度，为下一步全市场推进注册制改革积累经验。

监管层的上述表态引导与稳定市场预期。正如，我们在关于《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的专题评析报告中所指出的，我们认为，新《证券法》定调改革方向与节奏，预计 2020 年创业板新股发行提速，未来注册制的推广，预计监管层可能依次在创业板、中小板和主板分三个阶段有序推出以实现改革，前瞻判断基本逐步兑现。未来在推广过程中，监管层应该会深刻全面总结上交所科创板、创业板注册制改革的成功经验，找出其中的制度盲点，在几个板块分别有序推出注册制的相关部门规章，以及证券交易所的自律规则，我们将迎来股权投资发展新时代。

## 3. 展望与投资建议

### 3.1 展望

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，也是资本市场而立之年。证监会系统深入学习贯彻新时代中国特色社会主义思想，坚决贯彻落实党中央国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚定不移贯彻新发展理念，落实“六稳”方针，坚决打好“三

大攻坚战”，紧扣深化金融供给侧结构性改革的主线，坚持市场化法治化方向，学习借鉴国际最佳实践，坚持“四个敬畏、一个合力”，以贯彻实施新证券法为契机，加强基础制度建设，推进全面深化改革落实落地，有效维护资本市场平稳运行，切实保护投资者合法权益，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，更好服务经济高质量发展。

我们预计未来行业发展将呈现以下态势：市场双向开放，跨境资本自由流动将推进行业的国际化和全球化；行业整合将提速，市场集中度进一步上升，行业领先者之间的竞争更加激烈，并在业务和服务、资本驱动、综合化、产品化、金融科技等方面形成差异化经营的局面；基于牌照和监管的盈利模式将逐步消失，业务模式必将从过去的以通道佣金业务为主过渡到收费型中介业务、资本中介类业务为主，兼顾自有资金投资业务的综合业务模式，资本、客户流量和专业服务能力将成为提升核心竞争力的重要基础。而资本中介类业务、跨境业务、自有资金业务等，一方面依赖于资本实力的增强，另一方面，其所需的必要的信息系统、人力资源、取得客户流量的推广支出都离不开资本的支持。

而在新《证券法》这一顶层的制度设计下，我们认为要走出真正的航母级投行还是任重道远。中国券商基础金融功能实质性拓展仍未有顶层法的明确表示，资产运用模式、投顾业务乃至财富管理业务的发展模式较长时间内仍难以与国外投行直接对标。国内券商仍需在拓展资产运用方式和空间中探索新的方式与路径，或者基于平台化的创新，或者争取在未来的系统重要性机构和航母级机构中争取制度红利。如何有效进行业务创新探索，实现相对有效的跨越监管周期、经济周期与产业周期，抗周期能力提升，避免业绩的大幅波动，能够使投资者比较容易预测业绩趋势。我们认为，这些均是摆在监管者与券商经营者面前最现实的问题。

### 3.2 估值与投资建议

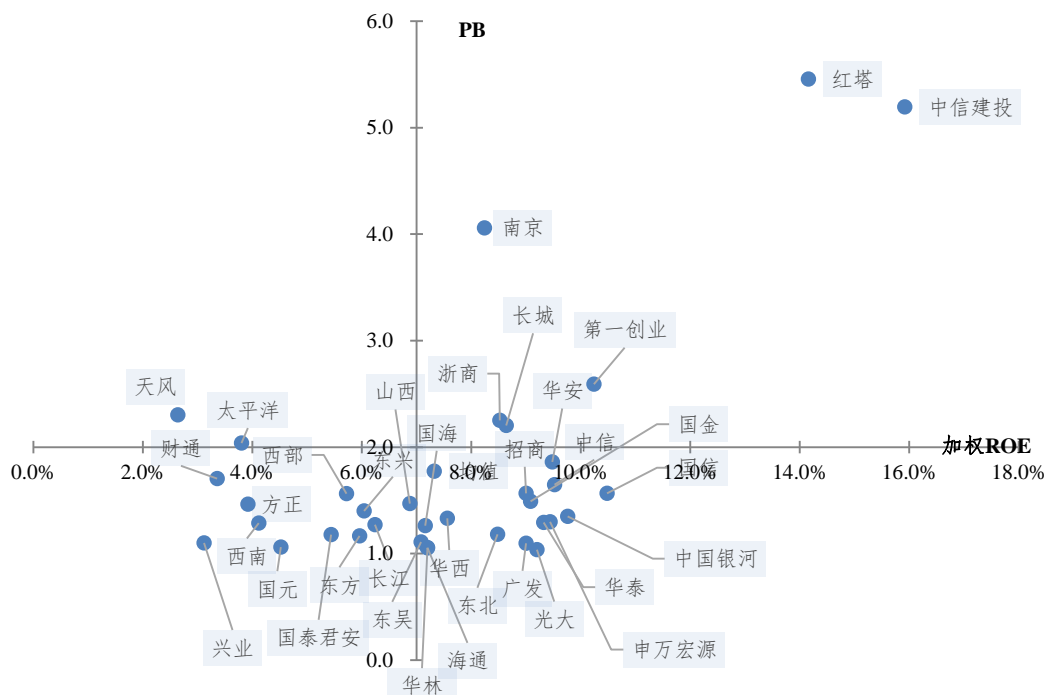
未来市场走势，需要基本面、政策面的共振，节奏上更多取决于肺炎疫情进展及中美贸易谈判后续进展。后续谈判可能需要更多时间，需要聚焦疫情解决、自身的资本市场改革力度及进程。我们认为，今年是十三五最后一年及全面建成小康社会决胜之年，稳增长诉求强烈，政策天平会更倾向逆周期调节的宏观经济政策。当前券商估值处于历史中枢，“十四五”规划和创业板注册制落地倒计时，T+0 的松绑与做市商制度预期升温，流动性资金面及基本面-投行价值链驱动景气度上升、次级债发行等新规都在逐渐共振，累积市场燃点。再次重申，证券指数所处的周期或将处于 2012 年年初对应的周期位置，应战略性与积极布局券商行业。但我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置：

建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头证券公司：重点推荐华泰证券（财富管理转型可期，2020Q1 营业收入 68.65 亿元，同比增长 9.87%；归母净利润 28.88 亿元，同比增长 3.90%；混改方案落地，实施职业经理人制以激发竞争力，股权激励方案落地彰显公司长远前景），海通证券（非公开发行通过，龙头蓄势再出发），国泰君安（发布限制性股权激励，市场化改革超预期），申万宏源（2020Q1 公司实现合并营业收入 76.97 亿元，同比增长 41.05%；归母净利润 19.87 亿元，同比增长 6.72%）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型证券公司：国金证券（投行业务率先突围，有望受益创业板新政），东方财富（互联网证券战略持续推进，短期基金销售份额有所承压，保持行业领先地位，金融业务牌照不断增多，看好公司打造闭环体系，2020Q1 归母净利润为 8.74 亿元，同比增长 162.42%）。

3) 建议关注次新股类弹性标的: 南京证券, 中国银河 (2020Q1 归母净利润 17.54 亿元, 同比增长 14.41%; 拥有最多营业网点, 经纪业务位列前茅, 客户基础强大, 有望受益市场回暖); 次新股调整力度大, 需要把握节奏。其他为关联券商, 未列出。

图 10: 上市券商 PB 估值与 ROE 关系图



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 4. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险; 地缘政治风险; 市场大幅下跌风险; 政策改革不及预期风险; 宏观经济下行风险; 肺炎疫情持续蔓延影响等。



**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>