

报告日期：2020年06月14日

#### 分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：潘京 S1070520010001

☎ 13986555777

✉ panjing@cgws.com

#### 相关报告

<<金融行业阿尔法属性逐渐增强>> 2020-06-10

<<金价年内有望创新高>> 2020-06-03

<<公募 REITS 新政解读及发展历史>> 2020-05-29

## 资本市场改革进入深水区

### ——简评创业板注册制配套规则落地

#### 核心观点

■ 6月12日晚间，证监会深夜发布了创业板改革注册制相关正式制度规则，在4月27日征求意见稿的基础上，针对创业板IPO、再融资、持续监管等规则进行了修改和完善，创业板注册制正式落地准备实施。

■ 由于前期科创板的模式取得了市场普遍的认可，因此本次创业板注册制改革充分借鉴了科创板的经验，在发行、交易等规则上都较为相似，在公司特质方面，科创板和创业板的增量公司将会存在以下几个相对较大的差异：

比较而言，科创板更偏向“硬科技”，集中于关键技术、科技创新，而创业板则可能更加偏向与“软科技”，行业更加分散，排除负面清单的行业后，其他行业更加关注新模式和传统行业融合，并不会更偏向技术。因此在估值方面，可能创业板整体可能更加偏向传统行业，略低于科创板。

科创板允许未盈利的企业发行上市，而创业板在改革初期上市的企业均为盈利企业。因此，除了亏损企业只能在科创板上市以外，在企业盈利标准上，如果满足了创业板的盈利要求，那么也应当符合科创板的盈利条件。

创业板投资者门槛为前20个交易日日均10万资产及24个月的交易经验，而科创板的投资者门槛为前20个交易日日均50万资产及24个月的交易经验，创业板门槛低于科创板，但创业板存量投资者可以继续参与交易。

科创板要求保荐机构全部强制跟投，投比例2-5%，锁定24个月，而创业板只要求对未盈利、红筹架构、特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投，其他发行人不强制跟投。

科创板目前相对创业板的排队时间较短，大约有100家左右的企业正在排队等待。而创业板大约有200家左右企业在排队，因此，近期选择申报的企业在审核时间的考虑上，可能科创板的排队时间较短。近期改革审批节奏可能会加速，到后期累积的审核基本完成后，科创板和创业板的审核效率基本上会趋向一致。

■ 科创板于2019年7月23日开板，到目前约11个月时间，市场主要指数的表现不尽相同。科创板的开板对市场风格起到了较为关键的引领作用。科创板开板前，19年初，市场经历了一场从18年大跌开始的估值快速修复，春季躁动结束后，进入估值盘整期，到7月底科创板开板后，市场情绪快速上扬，带动市场风格开始转换，科技类、创业板指数开始持续上涨，大幅跑赢上证指数和沪深300等偏传统风格的指数。

- 今年年初,疫情带来的恐慌和经济下行预期以及海外对科技公司的制裁对市场情绪有所压制。随着疫情逐渐得到控制,复工复产基本完成,市场风险偏好逐渐升高,创业板的反弹幅度相对上证综指和沪深 300 仍然较高。基于股市整体基数主要参考上证指数,指数编制的大部分公司偏向传统行业,科技类公司的指数如果以创业板指记,类比纳斯达克指数,我们可以认为科技类公司已经跑出了结构性的小牛市。如果类比科创板开板时对市场的影响,我们认为创业板注册制改革对于市场的提振作用不亚于科创板。科创板的推出试点意味更浓,新板块和新规则主要对应未首发上市的公司,而创业板的改革涉及到存量改革,意味着资本市场改革已经进入深水区。一方面,创业板改革的规则与科创板高度相似意味着科创板规则试点取得了成功,可以全面推广到其他板块,另一方面,创业板承载着科技与传统企业的链接桥梁作用,科创板向全部 A 股市场进行过度,最好的选择就是从创业板开始。而创业板注册制的快速推进,对于全部 A 股市场存量公司来说,也是一个新试点,如果在创业板取得成功,全部 A 股的注册制可能也不远了。因此,创业板注册制改革对于资本市场来说是一个新的里程碑,在这种情况下,我们认为,A 股的市场化改革无论对于市场情绪、估值提升、国内外资金流入等都将产生较大的正面影响,在目前以及未来的国家经济转型期,同时,也会为经济的重点且长期发展的科技方向提供长期、保证性较强的直接融资方式。
- 风险提示: 改革推荐不及预期,海外风险事件

## 目录

1. 创业板注册制改革配套规则正式落地 .....	5
2. 改革标准参考科创板规则制定 .....	6
2.1 创业板注册制发行、交易规则与科创板对比 .....	6
2.2 参考科创板开板时的市场走势 .....	6
3. 创业板注册制实施意味着资本市场改革进入深水区 .....	8
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 科创板开板引领风格切换.....	7
-----------------------	---

# 1. 创业板注册制改革配套规则正式落地

6月12日晚间，证监会深夜发布了创业板改革注册制相关正式制度规则，在4月27日征求意见稿的基础上，针对创业板IPO、再融资、持续监管等规则进行了修改和完善，创业板注册制正式落地准备实施。

- **创业板IPO负面行业清单：**深交所发布了《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》，明确创业板定位于成长型创新创业企业，依靠创新、创造、创意的大趋势，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。以下12个行业除非是与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业，否则禁止申报创业板：农林牧渔业，采矿业，酒、饮料和精制茶制造业，纺织业，黑色金属冶炼和压延加工业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，建筑业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，金融业，房地产业，居民服务、修理和其他服务业。
- **简化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。同时，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。
- **发行承销规则：**从第一个注册制创业板公司上市那天起，所有创业板股票的涨跌幅限制改为20%。新股上市后的头5个交易日，没有涨跌幅限制。相应的，跟踪创业板指数的ETF、LOF、8成持仓股来自创业板的基金，涨跌幅限制都改为20%。
- **发行定价市场化：**面向7类专业机构投资者询价定价。网下初始发行比例提高10%，五类中长期资金网下优先配售比例提高到70%。
- **完善战略配售机制：**取消战略配售关于新股发行规模的前置条件。保荐机构相关子公司跟投方面，除为盈利企业、存在表决权差异安排企业、红筹企业和定价超过重要参考值的企业强制跟投以外，其他企业不得跟投。
- **头5个交易日不设涨跌幅限制：**从第一个注册制创业板公司上市那天起，所有创业板股票的涨跌幅限制改为20%。新股上市后的头5个交易日，没有涨跌幅限制。相应的，跟踪创业板指数的ETF、LOF、8成持仓股来自创业板的基金，涨跌幅限制都改为20%。
- **进一步优化退市指标：**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。

## 2. 改革标准参考科创板规则制定

### 2.1 创业板注册制发行、交易规则与科创板对比

由于前期科创板的模式取得了市场普遍的认可，因此本次创业板注册制改革充分借鉴了科创板的经验，在发行、交易等规则上都较为相似，但针对两个板块存在的竞争关系，我们也就企业可能如何选择适合的板块进行上市做出梳理。在公司特质方面，科创板和创业板的增量公司将会存在以下几个相对较大的差异：

#### ■ 公司所属具体行业

创业板主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合；科创板面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。比较而言，科创板更偏向“硬科技”，集中于关键技术、科技创新，而创业板则可能更加偏向与“软科技”，行业更加分散，排除负面清单的行业后，其他行业更加关注新模式和传统行业融合，并不会更偏向技术。因此在估值方面，可能创业板整体可能更加偏向传统行业，略低于科创板。

#### ■ 上市条件

对于一般企业，综合考虑市值、净利润、营收等指标，科创上市需要满足“五套标准之一”，创业板需要满足“三套标准之一”，科创板上市标准的灵活度更高。科创板允许未盈利的企业发行上市，而创业板在改革初期上市的企业均为盈利企业。因此，除了亏损企业只能在科创板上市以外，在企业盈利标准上，如果满足了创业板的盈利要求，那么也应当符合科创板的盈利条件。

#### ■ 投资者门槛

创业板投资者门槛为前 20 个交易日日均 10 万资产及 24 个月的交易经验，而科创板的投资者门槛为前 20 个交易日日均 50 万资产及 24 个月的交易经验，创业板门槛低于科创板，但创业板存量投资者可以继续参与交易。

#### ■ 跟投机制

科创板要求保荐机构全部强制跟投，投比例 2-5%，锁定 24 个月，而创业板只要求对未盈利、红筹架构、特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投，其他发行人不强制跟投。

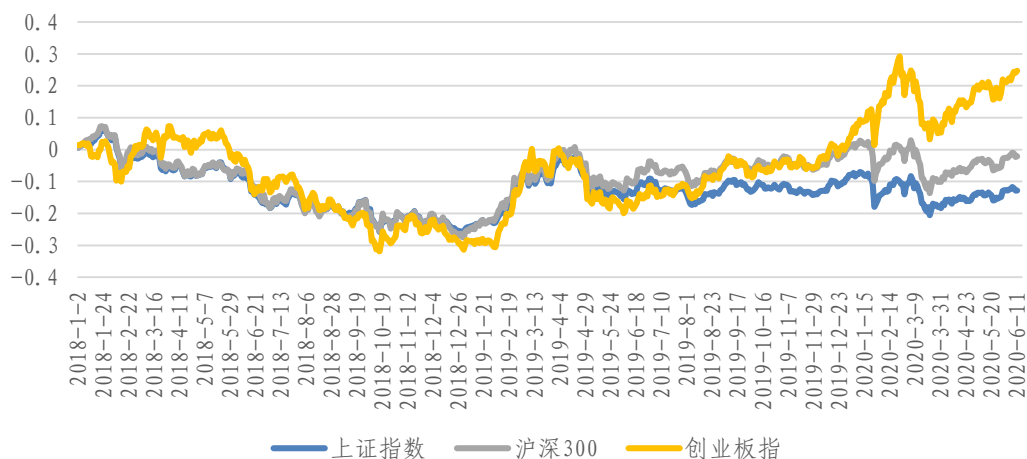
#### ■ 近期选择申报的企业审核时间

科创板目前相对创业板的排队时间较短，大约有 100 家左右的企业正在排队等待。而创业板大约有 200 家左右企业在排队，因此，近期选择申报的企业在审核时间的考虑上，可能科创板的排队时间较短。近期改革审批节奏可能会加速，到后期累积的审核基本完成后，科创板和创业板的审核效率基本上会趋向一致。

### 2.2 参考科创板开板时的市场走势

科创板于 2019 年 7 月 23 日开板,到目前约 11 个月时间,市场主要指数的表现不尽相同。科创板的开板对市场风格起到了较为关键的引领作用。科创板开板前,19 年初,市场经历了一场从 18 年大跌开始的估值快速修复,春季躁动结束后,进入估值盘整期,到 7 月底科创板开板后,市场情绪快速上扬,带动市场风格开始转换,科技类、创业板指数开始持续上涨,大幅跑赢上证指数和沪深 300 等偏传统风格的指数。

图 1: 科创板开板引领风格切换



资料来源: Wind, 长城证券研究所



### 3. 创业板注册制实施意味着资本市场改革进入深水区

今年年初，疫情带来的恐慌和经济下行预期以及海外对科技公司的制裁对市场情绪有所压制。随着疫情逐渐得到控制，复工复产基本完成，市场风险偏好逐渐升高，创业板的反弹幅度相对上证综指和沪深 300 仍然较高。基于股市整体基数主要参考上证指数，指数编制的大部分公司偏向传统行业，科技类公司的指数如果以创业板指记，类比纳斯达克指数，我们可以认为科技类公司已经跑出了结构性的小牛市。如果类比科创板开板时对市场的影响，我们认为创业板注册制改革对于市场的提振作用不亚于科创板。科创板的推出试点意味更浓，新板块和新规则主要对应未首发上市的公司，而创业板的改革涉及到存量改革，意味着资本市场改革已经进入深水区。一方面，创业板改革的规则与科创板高度相似意味着科创板规则试点取得了成功，可以全面推广到其他板块，另一方面，创业板承载着科技与传统企业的链接桥梁作用，科创板向全部 A 股市场进行过度，最好的选择就是从创业板开始。而创业板注册制的快速推进，对于全部 A 股市场存量公司来说，也是一个新试点，如果在创业板取得成功，全部 A 股的注册制可能也不远了。因此，创业板注册制改革对于资本市场来说是一个新的里程碑，在这种情况下，我们认为，A 股的市场化改革无论对于市场情绪、估值提升、国内外资金流入等都将产生较大的正面影响，在目前以及未来的国家经济转型期，同时，也会为经济的重点且长期发展的科技方向提供长期、保证性较强的直接融资方式。



## 4. 风险提示

改革推荐不及预期，海外风险事件

**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>

