

2020.05.05

中小盘研究团队

创业板注册制改革，存量市场改革开启

——中小盘策动系列专题之四

| | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|
|  | 刘易(分析师) | 杨文健(研究助理) | 张旭(研究助理) |
|  | 021-38674878 | 021-38674711 | 0755-23976500 |
|  | liuyi014913@gtjas.com | yangwenjian@gtjas.com | zhangxu020455@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880515080001 | S0880118050039 | S0880118060034 |

本报告导读：

创业板注册制改革上市标准多元包容性大大提高，退市制度完善有利于提高上市公司质量；投资者门槛提高促进机构化导向，涨跌停放宽到 20%有利于活跃市场交易。

摘要：

- **创业板注册制时代到来，存量市场改革开启。**2020 年 4 月 27 日，证监会就《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等 4 个修订草案、深交所就《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则》等 7 个创业板改革并试点注册制配套业务规则公开征求意见。创业板注册制改革是在科创板注册制改革增量试点经验的基础上往存量资本市场改革的一个重大推进，将借鉴科创板改革经验，推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础性制度改革，有利于完善我国多层次资本市场体系，提高资本市场服务实体经济的能力。
- **上市标准多元包容性大大增加，退市制度完善有望提高上市公司质量。**（1）上市标准方面，基于板块定位和创新创业企业特点，创业板 IPO 规则制定了更加多元包容的上市条件。上市条件中去除了企业盈利的硬性条件，设置了三条可选标准，创业板还允许符合条件的特殊股权结构企业和红筹企业在创业板上市。（2）退市方面，本次改革将完善创业板退市制度：**简化退市程序**（取消暂停上市、恢复上市环节；对交易类退市不再设置退市整理期；未及时披露定期报告或改正财务会计报告的退市触发期限统一调整为四个月等），**优化退市标准**（交易类指标方面，新增“连续 20 个交易日市值低于 5 亿元”指标，适度调整成交量和股东人数退市指标。财务类指标方面，将净利润连续亏损指标改为“扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负且营业收入低于 1 亿元”的复合指标等），**完善创业板公司退市风险警示制度**（对财务类、规范类、重大违法类退市设置退市风险警示（*ST））。退市制度完善有利于市场吐故纳新，保障质量。
- **投资者 10 万资产门槛促进机构化导向，涨跌停放宽到 20%交易活跃度有望提升。**创业板注册制改革在投资者适当性管理方面要求参与交易 24 个月以上且申请前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均应不低于人民币 10 万元（科创板是 50 万）。考虑到我国资本市场中中小散户的比例较高，10 万的门槛会降低增量参与创业板交易的中小散户数量，创业板市场中机构化或更加明显。创业板注册制改革交易规则全面向科创板靠拢，部分细微规则稍有不同。改革后，新股前 5 个交易日不设涨跌幅限制，股票上市首个交易日可作为两融标的，单笔最低申报数量降低，涨跌幅幅度扩大为 20%。涨跌幅的扩大预计可以提高市场交易活跃度。
- **定位差异化程度需要实践明确。**创业板和科创板因为目标定位有一定差异又有重叠度，具体差异化的程度需要后续实践来明确。

刘易（分析师）：021-38674878

证书编号：S0880515080001

周昊（分析师）：010-59312737

证书编号：S0880519060004

杨文健（研究助理）：021-38674711

证书编号：S0880118050039

张旭（研究助理）：0755-23976500

证书编号：S0880118060034

相关报告

面对疫情，加仓还是减仓？46 家公募基金后市展望 2020.04.15

中小创的尖尖角，再融资的新周期 2020.03.06

2019 年创业板预喜率 62%，净利增速大幅向好 2020.02.21

科技安可主旋律 细分主题中小创 2019.10.31

3000 点离场还是进场？50 家公募基金 2019 年中策略展望 2019.07.18

1. 创业板注册制时代到来，存量市场改革开始

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，深交所也就《深圳证券交易所创业板股票发行上市审核规则》等7个创业板改革并试点注册制配套业务规则公开征求意见。

表 1：2019 年下半年以来多个会议与文件推动创业板注册制

| 时间 | 政策或会议 | 内容 |
|------------|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019年8月9日 | 《中共中央国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》 | 研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革，紧跟科创板的步伐。随后，监管机构陆陆续续表态，创业板施行注册制推进提速。 |
| 2019年9月10日 | 证监会会议提出全面深化资本市场改革的12个方面重点任务 | 第三点要求补齐多层次资本市场体系的短板。推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点 |
| 2019年12月 | 中央经济工作会议 | 要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革 |
| 2020年2月29日 | 《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》 | 研究制定在深圳证券交易所创业板试点股票公开发行注册制的总体方案，并及时总结创业板、创业板注册制改革经验，积极创造条件，适时提出在证券交易所其他板块和国务院批准的其他全国性证券交易场所实行股票公开发行注册制的方案。相关方案经国务院批准后实施 |
| 2020年3月1日 | 新《证券法》实施 | 深交所发布公告表示推进创业板改革并试点注册制，充分借鉴科创板成功经验，推动制定在创业板试点股票公开发行注册制总体方案，研究完善发行上市、信息披露等制度，扩大板块包容性和覆盖面。 |
| 2020年4月9日 | 《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》 | 健全多层次资本市场体系，完善主板、科创板、中小板、创业板和新三板市场建设 |
| 2020年4月27日 | 《创业板改革并试点注册制总体实施方案》 | 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》，证监会发布创业板首发注册办法、创业板再融资注册办法等规则的征求意见稿，深交所发布创业板改革并试点注册制配套业务规则征求意见稿，创业板改革序幕正式拉开 |

数据来源：国务院、证监会、交易所等官网，国泰君安证券研究

创业板注册制改革是在科创板注册制改革增量试点经验的基础上往存量资本市场改革的一个重大推进，有利于完善我国多层次资本市场体系，提高资本市场服务实体经济的能力。创业板注册制改革将借鉴科创板改革经验，推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础性制度改革。本文重点就改革后上市标准、退市制度、投资者门槛、交易制度四个方面做简要分析。

2. 上市标准多元包容性大大增强

基于板块定位和创新创业企业特点，创业板 IPO 规则制定了更加多元包容的上市条件。上市条件中去除了企业盈利的硬性条件，设置了三条可选标准，从具体规则来看，此三条标准基本参考了科创板的标准，在部分地方做了适当修订，如创业板第一条去掉了科创板中的预计市值不低于人民币 10 亿元；第三条预计市值“不低于人民币 50 亿元”高于科创板的“不低于人民币 30 亿元”。

除此之外，创业板还允许符合条件的特殊股权结构企业和红筹企业在创业板上市，条件基本参考科创板的条件，但是增加了“最近一年净利润为正”的要求。

表 2：创业板注册制改革对上市公司包容性大大提高

| 类型 | 创业板注册制改革 | 科创板 |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一般要求 | (1)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； (2)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； (3)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。 | (1)预计市值不低于人民币 10 亿元，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； (2)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； (3)预计市值不低于人民币 15 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%； (4)预计市值不低于人民币 20 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元 (5)预计市值不低于人民币 30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元； (6)预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。 |
| 红筹企业以及表决权差异安排 | 尚未在境外上市红筹企业以及有表决权差异的公司须满足其一： (1)预计市值不低于人民币 100 亿元，且最近一年净利润为正； (2)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。 | 尚未在境外上市红筹企业以及有表决权差异的公司须满足其一： (1)预计市值不低于人民币 100 亿元； (2)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 5 亿元。 |

数据来源：证监会、交易所、国泰君安证券研究

3. 完善退市制度，提高上市公司质量

本次改革将完善创业板退市制度，简化退市程序，优化退市标准，同时完善创业板公司退市风险警示制度。具体包括：

(1) 丰富完善退市指标。交易类指标方面，新增“连续 20 个交易日市值低于 5 亿元”指标，适度调整成交量和股东人数退市指标。财务类指标方面，将净利润连续亏损指标改为“扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负且营业收入低于 1 亿元”的复合指标，纳入审计意见指标并全面交叉适用，退市触发年限统一为两年。规范类指标方面，新增“信息披露或者规范运作存在重大缺陷且未按期改正”指标。

(2) 精简优化退市流程。取消暂停上市、恢复上市环节；对交易类退市不再设置退市整理期；未及时披露定期报告或改正财务会计报告的退市触发期限统一调整为四个月；重大违法强制退市的停牌时点由“知悉送达行政处罚事先告知书或者司法裁判”后移至“收到行政处罚决定书或者司法裁判生效”，给予投资者更充分的交易机会。

(3) 强化风险警示。对财务类、规范类、重大违法类退市设置退市风险警示（*ST），并根据风险程度差异优化各类退市情形的风险提示公告披露时点和频次。

表 3：创业板退市设置交易类、财务类等四类退市要求

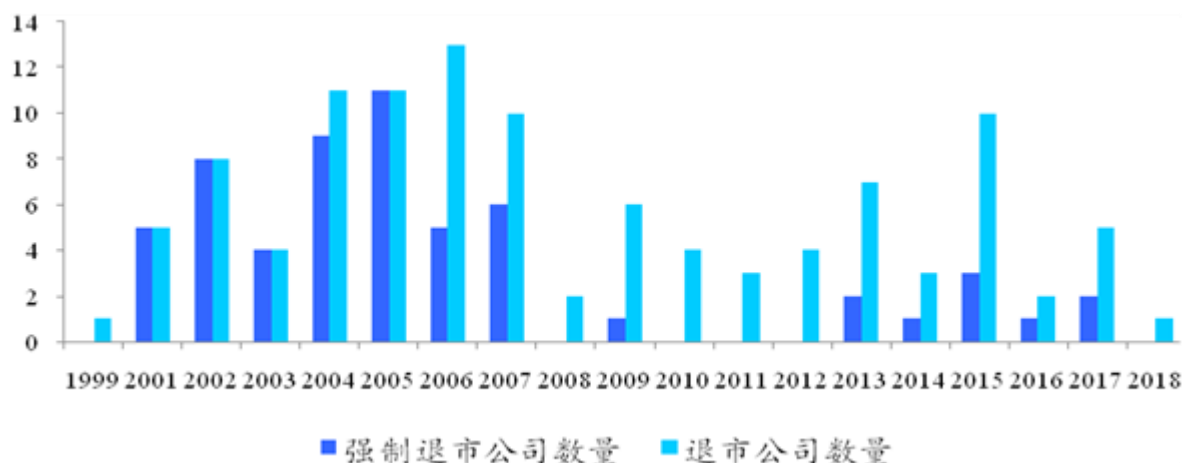
| 退市类型 | 创业板注册制改革 |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 交易类 | (1) 连续120个交易日通过本所交易系统实现的股票累计成交量低于200万股；（同科创板一样） (2) 连续20个交易日收盘价低于每股面值；（同科创板一样） (3) 连续20个交易日收盘市值低于5亿元；（新增，科创板是低于3亿元） (4) 连续20个交易日每日公司股东人数少于400人。（同科创板一样） (5) 交易所认定的其他情形 |
| 财务类 | (1) 最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于1亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于1亿元；（修正，由纯利润指标改为利润+营收符合指标；同科创板一样） (2) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值；（同科创板一样） (3) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告。（新增） (4) 交易所认定的其他情形 |
| 规范类 | (1) 未在法定期限内披露年度报告或者半年度报告，此后公司在股票停牌两个月内仍未披露； (2) 因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌两个月内仍未改正； (3) 因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被本所责令改正但公司未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌两个月内仍未改正；（新增） (4) 因公司股本总额或者股权分布发生变化，导致连续二十个交易日不再符合上市条件，在规定期限内仍未解决； (5) 公司可能被依法强制解散； (6) 法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请； (7) 本所认定的其他情形。 |
| 重大违法 强制退市 | (1) 上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形； (2) 上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形 |

数据来源：证监会、交易所、国泰君安证券研究

完善退市制度后，壳价值下降，未来退市进入常态化后，将重塑市场预期，对绩差公司不利，创业板上市公司估值将分化，但是这将会是一个较为长期的过程。但同时随着存优去劣，市场中上市公司质量有望大大提高。

我们以 1999 年 7 月-2018 年 6 月内所有退市公司为样本，发现退市股票原因有**连续亏损、吸收合并、私有化、证券置换、其他不符合挂牌情形**等几个方面。过去近 20 年来每年退市的公司多在 0-15 家之间，在 2004-2007 年间退市公司数量最多；2008 年到现在退市公司较少，考虑到上市公司数量大幅增加，退市比例更低。从具体退市原因来看，2004 年、2005 年退市原因主要为连续亏损，2005 年的 11 只退市股皆因连续亏损；2006 年主要退市原因则是私有化，占比约 54%；2007 年退市原因因为吸收合并与连续亏损；2008 年后因强制原因退市的公司很少。2018 年 7 月 27 日，证监会发布了《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》后，2019 年退市公司数量有所提高，达到 10 家。尽管如此，但是相比于 A 股的公司数量，比例也是很低。

图 5：2001-2007 年间强制退市公司数量明显多于 2008-2017 年

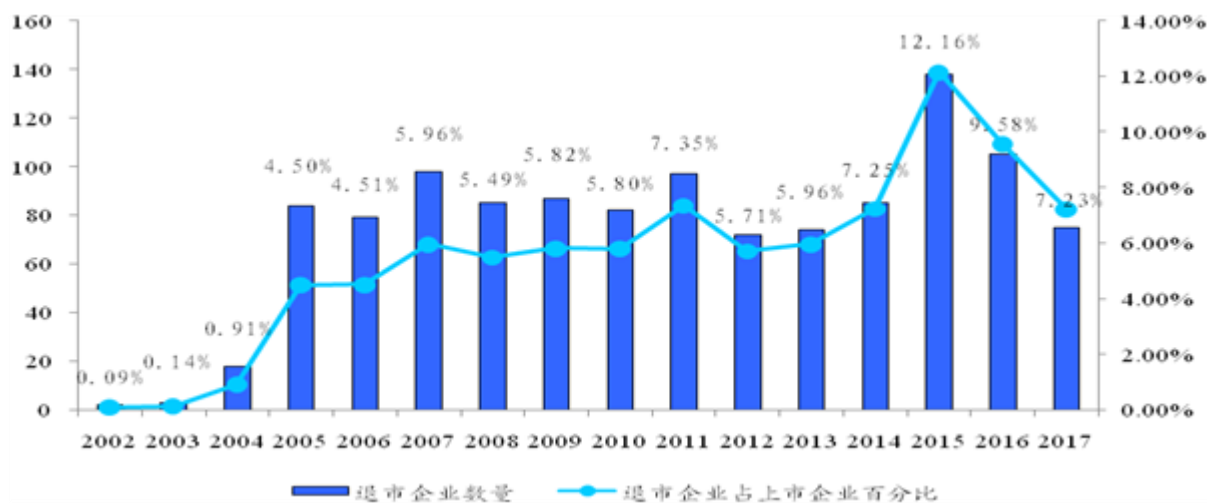


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：强制退市公司是指由于连续四年亏损、暂停上市后未披露定期报告、其他不符合挂牌的情形而退市的公司。

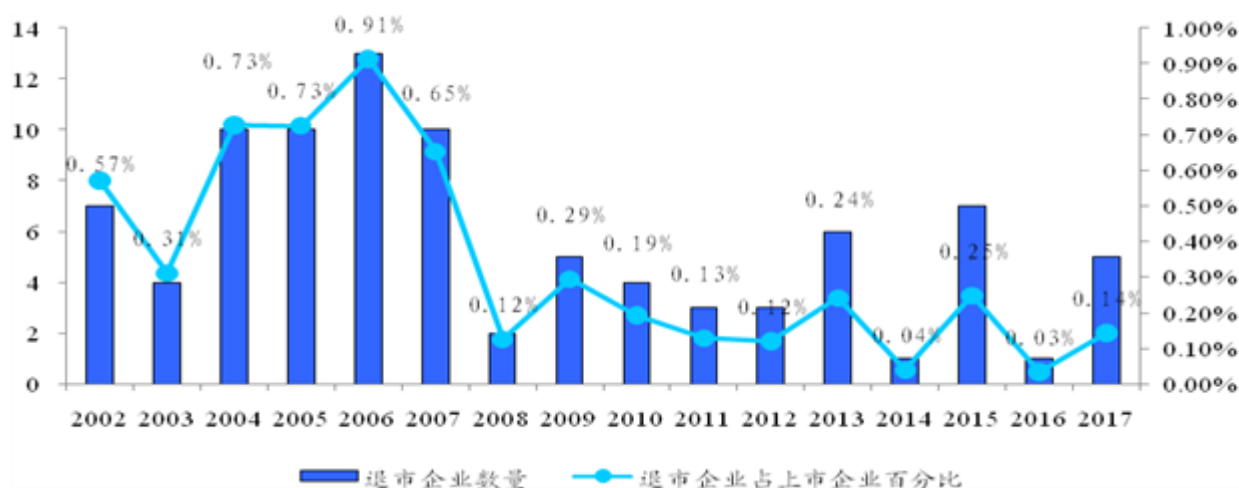
根据统计数据，在 2002-2017 年间，港股年均退市企业为 70 家左右，年平均退市企业占上市公司总数的比例在 6%-8%（下文简称退市率）。其中，2015 年中国香港证券市场退市公司最多，达到 138 家，同样退市率在 2015 年也达到峰值 12.16%。虽然中国香港证券市场的退市率也有所起伏，但是整体维持在较高位置。相比之下，A 股市场在 2002 年至 2017 年间，退市企业数量的最高值仅为 2005 年的 13 家，退市率没有一年超过 1%。2004-2007 年因为上市公司少，退市企业多，退市率曾接近 1%，2008 年后退市率就一直维持在 0.3% 以下。

图 6：中国香港证券市场 2015 年退市公司最多，每年退市率在 6%-8%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 7：A 股 2004-2007 年间退市公司最多，每年退市率占比不到 1%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

4. 投资者 10 万资产门槛促进机构化导向

本次改革充分考虑创业板存量投资者的权益和交易习惯，存量投资者适当性要求基本保持不变，对新开户投资者设置与风险相匹配的适当性要求。创业板注册制改革在投资者适当性管理方面要求参与交易 24 个月以上，申请前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均应不低于人民币 10 万元，10 万的门槛比科创板的 50 万门槛要低。但是考虑到我国资本市场中小散户的比例较高，10 万的门槛应该会降低增量参与创业板交易的中小散户数量，创业板市场中机构化或更加明显。

表 4: 创业板注册制改革投资者适当性要求低于科创板

| 项目 | 创业板注册制改革 | 科创板 |
|------|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 资产要求 | 新申请开通创业板交易权限的个人投资者，权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均应不低于人民币 10 万元 | 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元 |
| 投资时间 | 参与证券交易 24 个月以上 | 参与证券交易 24 个月以上 |

数据来源：证监会、交易所、国泰君安证券研究

5. 涨跌停放宽到 20% 交易活跃度提升

创业板注册制改革交易规则全面向科创板靠拢，部分细微规则稍有不同。改革后，新股前 5 个交易日不设涨跌幅限制，股票上市首个交易日可作为两融标的，单笔最低申报数量降低，涨跌幅幅度扩大为 20%。涨跌幅的扩大预计可以提高市场交易活跃度。

表 5: 创业板注册制改革交易规则向科创板靠拢

| 创业板注册制改革 | 创业板当前 |
|------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 新股前 5 个交易日不设涨跌幅限制；设置 30%、60% 两档停牌指标，各停牌 10 分钟。（同科创板一样） | 上市首日涨幅 44% 封顶；第一次临时停牌 30 分钟，第二次停牌到 14:57. |
| 发行上市股票首个交易日起可作为两融标的（同科创板一样） | 部分选定公司可作为两融标的 |
| 实施盘后交易（同科创板一样） | 无 |
| 连续竞价阶段限价申报的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%。（同科创板一样） | 无 |
| 每笔最低申报数量为 100 股。限价申报单笔数量不超过 10 万股，市价申报单笔数量不超过 5 万股。 | 申报证券的数量为 100 股（份）或其整数倍。单笔申报最大数量应当不超过 100 万股。 |
| 涨跌停限制比例为 20%（同科创板一样） | 涨跌停限制比例为 10% |

数据来源：证监会、交易所、国泰君安证券研究

6. 差异化定位有待市场实践明确

创业板定位为，深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，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。

科创板则是面向世界科技前沿、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。

政策定位为创业板与其他板块错位发展、适度竞争。创业板侧重于成长型创新创业企业，科创板则更家侧重于科技创新企业。虽然从定位来看，两者有区别，但是也存在着较大重叠，至于未来两者区分度有多大，则需要实践来明确。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

| | 评级 | 说明 |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|--------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 地址 | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编 | 200041 | 518026 | 100032 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 83939888 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |