



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中信证券	600030.SH	17.44	买入
海通证券	600837.SH	9.73	增持
国泰君安	601211.SH	16.54	增持
华泰证券	601688.SH	17.59	增持
广发证券	000776.SZ	13.85	增持
招商证券	600999.SH	14.23	增持
中信建投	601066.SH	10.51	增持
申万宏源	000166.SZ	4.56	增持
长江证券	000783.SZ	5.82	中性

资料来源：万得，中银证券
以2018年12月3日当地货币收市价为标准

事件

科创板推出以及注册制试点。

相关研究报告

《证券行业事件点评》20181203

《上市券商10月业绩点评》20181125

《证券行业2018年三季度报综述》20181101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融:证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

*孙嘉康为本报告重要贡献者

证券行业专题报告—科创板

厚积薄发，增量市场改革先行

国家主席习近平在首届进博会上宣布，在上交所设立科创板并试点注册制。科创板不仅有助于我国建立更加完善的市场体系，更将为我国创投行业与科创企业的发展带来新的机遇。科创板的推出与注册制的试点将为券商多业务带来增量业绩贡献，利好券商中长期发展。

■ **科创板箭在弦上，将有助于建立更加完善的市场体系：**科创板的推出是建立在大量宝贵经验基础之上的、我国构建多层次资本市场体系与扶持科创企业的重大创新举措。由于科创板是增量市场，因此带来的流动性压力有限。从中长期来看，科创板将：1) 加大对科创型企业的直接融资支持力度，为创投行业提供新的退出渠道。2) 提升市场价值发现功能，促进上市企业良性竞争。3) 对A股其他板块而言，长期将形成良性竞争，打破同质化问题。4) 提供投资者分享科技进步成果的渠道。5) 或将成为新三板优质企业的转板方向。

■ **创投行业发展遇瓶颈，科创板或带来新机遇：**2005年是创投行业开始快速发展的元年，全行业新增投资事件数量为695起，同比增长33.40%；新增总投资金额达到1040亿元，同比增长562.92%。2017年全年新增投资事件数量增长至3.57万起，新增总投资金额高达2.25万亿元，规模完成显著量变；自2000年起至2017年底，退出事件数量累计达1.47万起，通过IPO退出的占比高达38.15%，成为最主要的退出方式。然而目前创投行业发展遭遇一定瓶颈，进一步的发展亟需A股市场给予更多直接融资的助力。此次科创板的推出有望解决目前A股存量市场对于创投行业以及科创企业支持力度不够的问题，创投行业的发展或迎来新的机遇。

■ **注册制改革将优化我国资本市场体系结构与功能：**随着科创板的推出，注册制的试点有望取得实质性进展。注册制改革不仅将改善我国社会融资结构，提升直接融资比重，更将优化我国资本市场体系结构，使得资本市场更好地发挥服务实体经济的功能：1) 将带来市场估值体系的理性回归；2) 市场定价机制更趋“市场化”新股行情将淡化。3) 将深刻影响产业资本行为，促进企业间良性竞争；4) 对投资者的专业化水平提出了更高的要求，机构投资者将更具优势。

风险提示

■ 市场情绪低迷对业绩和估值的双重压力；监管趋紧对行业影响超预期；海外布局加速带来的海外市场风险和投资风险。

投资建议

■ **科创板的推出与注册制的试点将为券商多业务带来增量业绩贡献，利好券商中长期发展：**1) 科创板成立后，大批的新上市或转板企业将为券商的投行业务带来增量贡献，尤其利好投行业务强势的龙头券商如中信证券、华泰证券；2) 科创板做为增量市场，市场中的新增成交量将为券商的经纪业务带来增量贡献，尤其利好经纪业务市场份额较高的龙头券商如中信证券、华泰证券；3) 券商的一级市场直投子公司也将受益于科创板的推出，其投资的私募股权项目也增加了科创板这一新的退出途径，将会增加券商的其他业务收入，带来业绩贡献。资本市场改革扩容，证券行业迎来增量业务，中长期发展将受益。

目录

1 厚积薄发，科创板箭在弦上	5
1.1 科创板的今生前世.....	5
1.1.1 厚积薄发的科创板.....	5
1.1.2 科创板的快速推进.....	6
1.2 科创板，真正意义上的中国版纳斯达克	7
1.2.1 科创板的现实意义.....	7
1.2.2 科创板的定位是中国版的纳斯达克.....	7
1.3 科创板：中长期有助于建立更加完善的市场体系.....	8
1.3.1 短期影响：流动性受影响，壳价值下降.....	8
1.3.2 中长期影响：多重利好，打造体系更加完善的多层次市场.....	9
2 创投行业发展遇瓶颈，科创板或将带来新的机遇.....	11
2.1 创投行业发展迅速，资本市场直融支持力度待加强	11
2.1.1 中国创投行业的发展沿革.....	11
2.1.2 中国创投行业发展迅速，行业与区域布局较为集中.....	12
2.1.3 中国创投行业亟待A股市场的助力.....	15
2.2 科创板或为创投行业的发展带来新的机遇	16
2.2.1 对扶持创投行业发展的探索路径一：创业板.....	16
2.2.2 对扶持创投行业发展的探索路径二：新三板.....	19
2.2.3 对扶持创投行业发展的探索路径三：战略新兴板.....	22
2.2.4 科创板与注册制，创投行业的未来出路.....	23
3 注册制改革将优化我国资本市场体系结构与功能.....	24
3.1 中国A股市场新股发行制度变迁	24
3.1.1 中国新股发行制度发展史：历经三阶段.....	24
3.1.2 新股发行审核制度沿革：事前监管不断后移.....	24
3.2 注册制利于提升市场直融比重，改善资本市场体系结构与功能	26
3.2.1 中国对注册制的探索历程：一波三折.....	26
3.2.2 注册制与核准制的对比：注册制改革的方向与意义.....	26
3.2.3 实行注册制改革将优化资本市场体系结构与功能.....	27
4 投资建议.....	29
5 风险提示.....	30

图表目录

图表 1. 中国多层次资本市场体系的建设.....	5
图表 2. 科创板的快速推进进程.....	6
图表 3. A 股创业板家数占比 vs 美股 NASDAQ 家数占比.....	8
图表 4. A 股创业板市值占比 vs 美股 NASDAQ 市值占比.....	8
图表 5. 上市条件与退市制度：创业板 vs 科创板（市场预测）.....	8
图表 6. 2010-2018 年创业板 PE 估值变化情况.....	9
图表 7. 科创板推出的中长期影响.....	10
图表 8. 中国创投行业发展历程.....	11
图表 9. 2000-2017 创投行业历年新增投资事件.....	12
图表 10. 2001-2017 创投行业历年新增被投资企业数量.....	12
图表 11. 2001-2017 创投行业历年新增投资金额及增速.....	13
图表 12. 创投行业被投资企业行业分布.....	13
图表 13. 创投行业被投资企业地区分布.....	14
图表 14. 2001-2017 创投行业投资机构数量变化.....	14
图表 15. 创投行业投资机构构成.....	14
图表 16. 创投行业投资机构投资金额市占率.....	15
图表 17. 2001-2018 年创投行业投资事件与退出事件数量.....	15
图表 18. 创投行业投资退出方式分布.....	16
图表 19. 创投行业投资机构投资金额市占率.....	16
图表 20. 创业板发展历程.....	17
图表 21. 上市标准：主板 vs 创业板.....	17
图表 22. 2009-2018 年 A 股全市场公司家数 vs 创业板公司家数.....	18
图表 23. 2009-2018 年 A 股全市场市值 vs 创业板市值.....	19
图表 24. 新三板发展沿革.....	20
图表 25. 新三板上板标准与退板标准.....	20
图表 26. 2013Q3-2018Q3 新三板新增挂牌家数.....	21
图表 27. 2013Q3-2018Q3 新三板摘牌家数.....	21
图表 28. 战略新兴板“夭折”的原因猜想.....	22
图表 29. 中国新股发行制度变迁：多部门监管阶段.....	24
图表 30. 中国新股发行制度变迁：审批制阶段与核准制阶段.....	24
图表 31. 中国新股发行审核制度沿革与相关法律依据及事件.....	25
图表 32. 中国对注册制的探索历程.....	26
图表 33. 注册制 vs 核准制.....	27

图表 34. 注册制改革对 A 股的影响分析.....28

图表 35. 上市券商估值表.....29

1 厚积薄发，科创板箭在弦上

1.1 科创板的今生前世

2018年11月5日，国家主席习近平在中国国际进口博览会上宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。

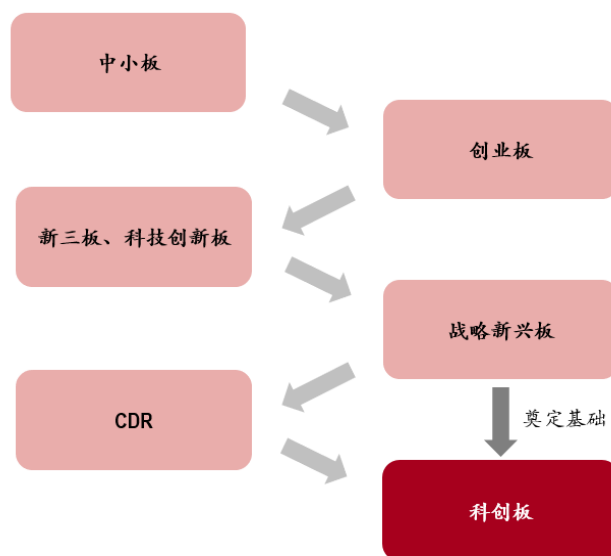
1.1.1 厚积薄发的科创板

科创板的推出是建立在众多宝贵经验基础之上的。科创板并非没有基础的空中楼阁，而是蓄积了很久的一项重要举措。事实上，中国在构建多层次市场体系以及扶持中小科技创新类企业方面已经探索了将近二十年，付出了巨大的努力，也获得了无数宝贵的经验：

- 1) **中小板**。2004年深交所中小企业板市场正式推出，标志着我国多层次市场构建的第一步。
- 2) **创业板**。2009年深交所创业板市场正式开启，这也是真正意义上属于创投企业的第一块土壤。
- 3) **新三板、科技创新板**。2013年1月16日，新三板系统在北京揭牌，同年新三板的全国扩容也呼之欲出，我国多层次资本市场发展驶入快车道。科技创新板，于2015年12月22日推出，拟试点推动全国科技金融改革创新。
- 4) **战略新兴板**。2015年6月，国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施意见》中提出推动在上交所建立战略新兴板。虽然最终战新板并没有推行，但是它仍可以看作是科创板的前身，一次大胆的尝试，也为后续科创板的提出埋下了伏笔。
- 5) **CDR**。2018年3月30日，经国务院同意，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证（即CDR）试点的若干意见》。受二级市场行情的影响，CDR的试行有所推迟，但后续随着“沪伦通”的推出，CDR的正式运行只是时间问题。

经历了长达十几年的历程，我们不难看出中国在构建多层次市场体系与支持创投企业发展方面所做出的努力，科创板的推出是厚积而薄发的。

图表 1. 中国多层次资本市场体系的建设



资料来源：中银证券

1.1.2 科创板的快速推进

中央对于推出科创板的决心是极其坚定的。11月5日，国家主席习近平在中国国际进口博览会上宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，突显出中央对于推出科创板的坚定的决心。11月8日，证监会副主席方星海在第五届世界互联网大会金融资本与互联网技术创新论坛上表示，科创板 and 注册制一定要搞成。相比于2015年战略新兴板在国务院下发的相关文件中提出，此次科创板的推行力度不可同日而语。

科创板的推出速度或超预期。科创板的推进速度是前所未有的：11月13日，上交所召开第四届理事会第十次会议，并邀请会员监事列席。会议就设立科创板并试点注册制听取了会员理事和监事的意见与建议。此外，交易所正在快马加鞭地进行各种人才储备。11月14日，上交所也在当日晚间及时作出回应，指出上交所正加速推进科创板和注册制试点的方案与制度设计。同时，希望以投行为主要力量的市场各方充分挖掘、培育符合国家战略的科技创新型企业。11月20日上海市经信委《关于征集推荐上交所科创板企业名单的通知》。该通知表示请各有关部门及单位按照相关要求梳理推荐拟挂牌上交所科创板的优质企业名单，拟挂牌企业名单于11月23日中午前上报。11月22日，央行上海总部发布《关于进一步加强民营企业和科技创新企业金融服务的实施意见》，明确对科技创新型的中小企业在再贷款上给予支持。从交易所以及地方政府的响应速度来看，科创板的推出速度或超预期。

图表 2. 科创板的快速推进进程

时间	重大事件
2018年11月5日	习近平表示，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。
2018年11月5日	上交所在当日中午立即成立了科创板工作领导小组，由相关所领导直接负责。同时，对于在科创板试点注册制的具体工作，则将依据中国证监会后续具体部署予以落实。
2018年11月5日	证监会很快在下午发布证《监会负责人就设立上海证券交易所科创板并试点注册制答记者问》，证监会党委将会同上交所党委坚决贯彻落实。
2018年11月5日	上交所也在5日下午发布《关于在上交所设立科创板并试点注册制相关情况答记者问》。上交所将认真落实主席指示，在中国证监会的指导下，积极研究制订科创板和注册制试点方案，向市场征求意见并履行报批程序后实施。
2018年11月8日	证监会副主席方星海在第五届世界互联网大会金融资本与互联网技术创新论坛上直接表示，科创板和注册制一定要搞成。
2018年11月13日	上交所召开第四届理事会第十次会议，并邀请会员监事列席。会议就设立科创板并试点注册制听取了会员理事和监事的意见与建议。此外，交易所正在快马加鞭地进行各种人才储备。
2018年11月14日	上交所网站发出多条招聘启事，其中有多条工作内容与科创板与注册制有关。如市场监管岗的职责为从事主板、科创板上市公司监管、现场检查等，上市审核岗工作内容是从事本所股票上市审核和注册制试点等相关工作。
2018年11月14日	上海市浦东新区金融服务局也在第一时间成立科创板专项工作组，对张江、金桥等各片区的科创企业进行预筛选，建立科创板后备企业数据库。
2018年11月14日	针对11月14日市场传闻的科创板“首批挂牌企业名单”，上交所也在当日晚间及时作出回应，指出上交所正加速推进科创板和注册制试点的方案与制度设计，目前并无所谓的“首批挂牌企业名单”。同时，希望以投行为主要力量的市场各方充分挖掘、培育符合国家战略的科技创新型企业，作为科创板未来上市的储备资源，为提升资本市场服务实体经济的能力注入源源不断的强劲动力。
2018年11月20日	上海市经信委发布《关于征集推荐上交所科创板企业名单的通知》。该通知表示，为做好上海证券交易所设立科创板并试点注册制的准备工作，请各有关部门及单位，按照相关要求，梳理推荐拟挂牌上交所科创板的优质企业名单。根据通知要求，拟挂牌企业名单于11月23日中午前上报。党的十六届二中全会通过决议，推进风险投资和创业板市场建设。
2018年11月22日	央行上海总部发布《关于进一步加强民营企业和科技创新企业金融服务的实施意见》，明确对科技创新型的中小企业在再贷款上给予支持。
2018年11月22日	上海市政府发布的文件明确表示上海要建立高新技术企业培育库，到2020年全市高新技术企业总量达到1.5万家左右。
2018年11月22日	上海市科委明确表示，已经推动现有科技企业、高新技术企业对照未来科创板的上市标准和条件积极加快股改。几乎与此同时，湖北、安徽、江苏、浙江等多个地区的相关部门也在紧锣密鼓地策划高新技术企业去科创板上市。
2018年11月26日	在安徽省召开的促进民营经济发展大会上，出台了《关于大力促进民营经济发展的若干意见》，该意见提出了对登陆科创板上市的民营企业给予支持。安徽省成为首个奖励科创板上市的省份。

资料来源：国务院、上交所、央行、证监会，中银证券



1.2 科创板，真正意义上的中国版纳斯达克

1.2.1 科创板的现实意义

科创板是我国在构建多层次资本市场进程的重大历史创新，其意义不仅在于丰富了我国资本市场的体系以及试验性地推出注册制试点，更在于科创板的推出将真正使得中国的创投行业受益并吸引大批优质科技创新企业扎根科创板。

科创板是对我国多层次资本市场体系建设中的重大创新。我国资本市场主要由主板、中小板、创业板及新三板和区域性股权交易市场等部分组成。其中，1) **新三板市场以及区域性股权交易市场**：构成了资本市场的场外市场，由于其门槛最低，信息披露程度低，导致参与该市场的投资者必须具备极强的专业能力与投资经验，投资者门槛较高，因此其流动性最差，相应地其发展较为缓慢，对于参与该市场交易的企业的直接融资的支持力度较低。2) **主板、中小板、创业板**：作为目前中国仅有的三个层次的场内交易市场，其设立的初衷分别是为成熟的大型企业、稳定发展的中小型企业以及尚在发展初期的科技创新型中小企业提供交易场所，其监管要求最严格，信息披露水平较高，流动性也较好，但是随着市场的发展及 IPO 要求的同质化，也造成了场内市场各板块的部分同质化，导致创业板帮助科技成长型中小企业场内直接融资的功能被弱化。科创板的推出将打破我国场内市场的同质化问题，一方面，科创板试验性地试点注册制，对于科技创新型企业的上市要求会有所放宽，另一方面，科创板做为增量市场，不会对现有存量市场造成太大的冲击，试点成功之后，部分新制度有望在全 A 股市场推广，推进我国资本市场改革进程。

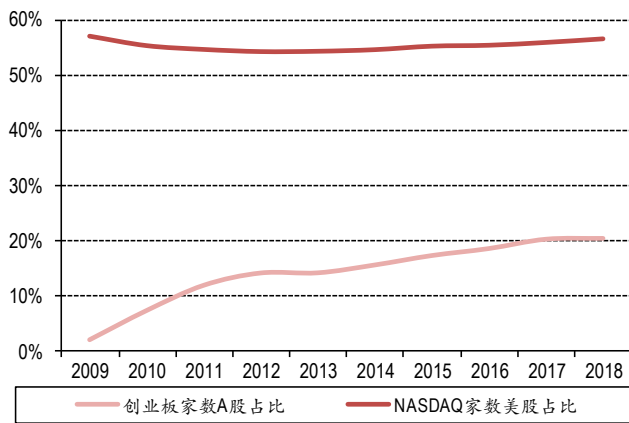
科创板的推出将吸引优质科创型企业扎根 A 股。A 股的新股发行审核采取严格的核准制，政府监管机构进行严格的事前控制，设定严格的盈利条件，而科创型企业前期投入大，规模发展较快，但是前期利润难以达到目前 A 股上市的盈利条件，因此股票市场难以及时、有效地提供直接融资支持，因此我国场内资本市场的资金供求严重失衡，真正需要直接融资的企业往往难以获得，也间接导致了百度、阿里巴巴、腾讯、京东等科创类独角兽在高速发展期远赴海外上市募资，A 股的投资者错过了共享科创类企业发展红利的黄金机会。

对比 2018 年前三季度不同国家地区市场的 IPO 情况，我们发现 2018 年前三个季度，A 股市场新股发行数量 87 只，同比大幅下降 75.14%，募资规模 1154.24 亿元人民币，同比下降 34.36%；前三季度香港市场共有 158 只新股发行，同比增长 49%，其中中资企业 60 只，占比 38%，募资规模 2434 亿港元，同比增长了 184%，其中中资企业 2314 亿港元，占比 95%；美股前三季度，中资企业新股 IPO 28 只，同比增长 1.33 倍，募资规模 487.73 亿元，同比增长 5.29 倍。以目前 A 股的发行审核制度来看，A 股并不是科创类企业上市募资的最佳选择，科创板的设立正是为了改变这一格局，在 A 股市场培育一块真正适合科创类企业成长的土壤。

1.2.2 科创板的定位是中国版的纳斯达克

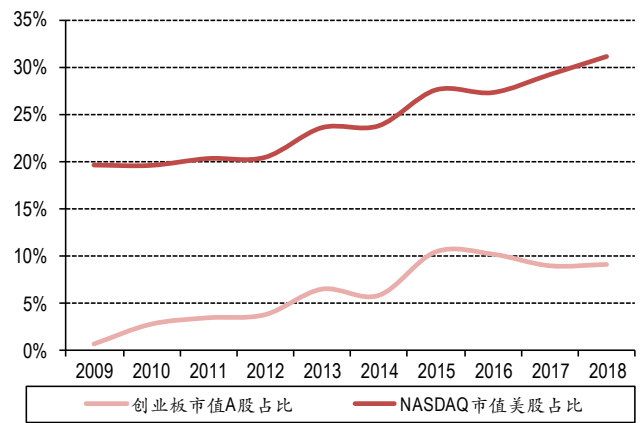
科创板：中国版的纳斯达克。中国版纳斯达克这一概念并不新鲜，在创业板成立之初，创业板即被定位为中国版的纳斯达克，但是由于创业板仍然实行政府监管机构核准制与事前控制，坚持严格的盈利条件作为上市审核标准，新股发行经历较长的审核周期，同时缺乏完善的信息披露制度以及退市制度等资本市场基础制度，这些因素都成为阻碍创业板加速发展的桎梏。创业板成立近 10 年来，无论从上市公司家数还是总市值方面，创业板在 A 股的占比都远远低于纳斯达克在美股市场的占比水平。近 10 年来，创业板在 A 股中的上市公司家数占比与市值占比平均分别为 14.27% 与 6.21%，而纳斯达克在美股中的上市公司家数与市值占比分别高达 55.28% 与 24.20%。近两年创业板的市值占比更是呈现了下降的趋势，截至 2018 年 10 月，创业板的市值占比为 9.18%，较 2016 年底下滑 1.1 个百分点。我们之所以将科创板定位为真正意义上的中国版纳斯达克，是因为科创板在设计之初，无论从发行审核制度方面还是其他资本市场基础制度方面都更加接近美国纳斯达克市场：1) 新股发行制度采用注册制，并且根据市场预期来看上市标准条件中的盈利标准大概率将降低；2) 我国将加快资本市场基础制度的改革，包括退市制度、信息披露制度以及加大违规处罚力度，使之更适合科创板与注册制的发展需求。

图表 3. A 股创业板家数占比 vs 美股 NASDAQ 家数占比



资料来源：深交所、纳斯达克，中银证券

图表 4. A 股创业板市值占比 vs 美股 NASDAQ 市值占比



资料来源：深交所、纳斯达克，中银证券

图表 5. 上市条件与退市制度：创业板 vs 科创板（市场预测）

项目	创业板	科创板（市场预测）
上市条件（财务）	<ol style="list-style-type: none"> 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。净利润以扣除低于 300 万元非经常性损益前后孰低者为计算依据； 最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损 发行后股本总额不少于三千万元。公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上；公司股本总额超过四亿元的，公开发行股份的比 	<ol style="list-style-type: none"> 最近一年(或一期)末公司经审计的净资产不少于 300 万元 最近一年营业收入增长率不低于 30% 最近一年营业收入不低于 3000 万元，净利润 最近一年营业收入不低于 3000 万元，资金流净额不低于 500 万元，且持续增长
上市条件（其它）	<ol style="list-style-type: none"> 发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司；有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算 发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为 最近两年内公司的主营业务未发生重大变化 最近两年内公司的董事、管理层未发生重大变化 	<ol style="list-style-type: none"> 属于科技创新型的股份有限公司 业务基本独立，具有持续经营能力 在经营和管理上具备风险控制能力 公司治理结构完善，运作规范 最近一年内研发投入较大，并取得较为明显的技术突破
退市制度	<ol style="list-style-type: none"> 多元标准：包括公司财报被会计师事务所出具否定意见；公司净资产为负；公司股票连续 120 个交易日累计成交量低于 100 万股 直接退市：创业板公司退市后不再像主板一样，必须进入代办股份转让系统 快速程序：出现以下三种情形时将启动快速程序：未在法定期限内披露年报和中报；净资产为负；财务会计报告被出具否定或拒绝表示意见 	<ol style="list-style-type: none"> 首发上市欺诈发行 重组上市欺诈发行 年报造假规避退市 交易所认定的其他情形

资料来源：搜狐财经，深交所、上交所，证监会，中银证券

1.3 科创板：中长期有助于建立更加完善的市场体系

1.3.1 短期影响：流动性受影响，壳价值下降

对存量市场的吸血效应。 科创板虽然是在现有市场基础上的增量市场，但是由于资本市场总资金有限，科创板的推出短期内对现有存量市场，尤其是中小板与创业板市场存在一定的“吸血效应”。

壳资源价值的下降。 由于现有 A 股存量市场采用的都是核准制的发行审核制度，上市与退市的门槛都较高，价值发现的功能较差，导致了市场上存在大量的自身低价值，仅依靠壳资源的价值存续的上市公司，科创板与注册制的推行，为那些原本因无法通过自身 IPO 或 IPO 耗时过长转而借壳上市的科创型企业打开了专属的上市绿色通道，这对于现有 A 股市场的壳资源个股的价值有一定的打击。



部分过高估值个股面临价格下行压力。创业板市场 PE 估值曾经一度超过 100 倍，近年来随着市场行情的下行，加之投资者对于创业板市场的价值判断逐渐趋于理性，创业板市场的估值一直处于下行通道，但是仍有部分公司估值过高。根据我国台湾地区及其他海外市场逐步实行注册制前后市场估值的变化情况，结合我国 A 股市场现状，科创板的推出有助于增强 A 股的价值发现功能，进而部分过高估值个股的价格和估值或将面临下行压力。

图表 6. 2010-2018 年创业板 PE 估值变化情况



资料来源: Wind, 中银证券

1.3.2 中长期影响：多重利好，打造体系更加完善的多层次市场

加大对科创型企业的直接融资支持力度，为创投行业提供新的退出渠道。中国的创投行业处于快速发展的阶段，但是制约创投行业中长期发展的一大瓶颈就是资本市场的直接融资支持力度不够。对于初创期的科创型企业来说，能否持续获取低成本资金是企业是否能做大做强关键因素，从过去的经验来看，科创企业的上市难度较大，往往从 A 轮融资直至最终 IPO 要经历漫长的过程，在企业最需要融资支持的时期难以达到上市条件，很可能最终错失最佳发展扩张时期。科创板的设立无疑为科创型企业开辟了专属的上市通道，为众多 PE/VC 项目提供新的退出渠道，科创型企业的春天将至。此外，可以预见到科创板将会设置对科技创新型企业的定义作为其准入门槛，如专利数量等，将迫使企业增强自主科研创新能力，实现转型升级，良性循环。

提升市场价值发现功能，促进上市企业良性竞争。在 A 股存量市场中，价值发现功能被弱化了，导致了市场上存在众多长期高估或长期低估的个股，个股基本面与股价脱钩，非常不利于资本市场的资源配置功能的发挥，也助长了投资者的投机心理。科创板与注册制的推行，一方面实行更加市场化的发行审核方式将提升投资者的专业能力与价值判断能力，另一方面更加合理的退市、信息披露等基础制度将使市场自动“取其精华，去其糟粕”，进而逐步提升市场的价值发现功能，促进上市企业的良性竞争。

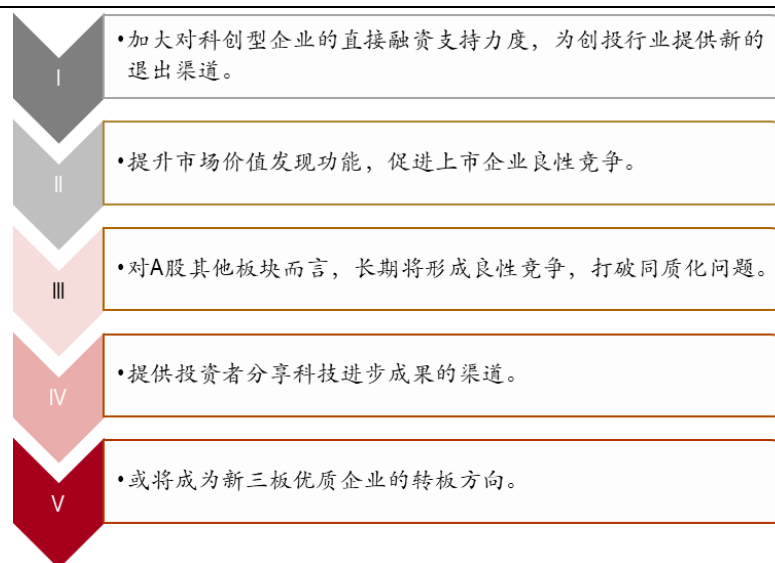
对 A 股其他板块而言，长期将形成良性竞争，打破同质化问题。上交所科创板的成立短期虽然会对市场上其他板块的存量资金产生“吸血效应”，但是任何成熟的资本市场，都有不同的交易所或板块形成良性的竞争。如美股的纽交所与纳斯达克，其多年的竞争使得两家交易所不断的创新发展。上交所科创板的推出将会与深交所中小板、创业板形成最直接的良性竞争，通过差异化的制度安排，吸引优质科技创新型企业上市，更好地发挥资本市场乃至整个金融行业服务实体经济的作用。



提供投资者分享科技进步成果的渠道。众多科技创新型企业因种种原因远赴海外上市，使得中国的投资者错失了分享科技创新发展红利的机会。科创办的成功推出，一方面吸引大批优质海外上市公司回归 A 股，另一方面有助于更多优质的科创企业完成上市融资。与今年上半年提出的 CDR 试点不同，科创板及注册制试点的推出，将使 A 股投资者直接投资通过注册制实现 IPO，并处于快速成长阶段的科技创新型企业，更为直接地分享科技创新型企业快速成长的红利。

或将成为新三板优质企业的转板方向。新三板市场在 2018 年进入了寒冬期。2018 年前三季度，新三板新增挂牌企业 465 家，比上年同期大幅减少了 72.73%；摘牌企业数量却高达 1152 家，比上年同期增加了 163.01%；1196 家新三板挂牌企业，仅实现募资 588.74 亿元，仅占去年同期募资额的 56.9%。新三板市场因流动性不足、融资定价功能丧失等问题长期存在，已逐步失去吸引科技创新型优质企业并助力其融资发展的能力。2018 年更多的科技创新型新三板企业选择海外上市或退市重新申报 A 股 IPO，而科创板的推出将提供科技创新型新三板企业的转板新方向。

图表 7. 科创板推出的中长期影响



资料来源：中银证券

将为券商多业务带来增量业绩贡献，利好券商中长期发展。科创板的推出将为券商的多个主营业务带来利好因素：1) 科创板成立后，将为券商的投行业务带来可观的增量贡献，尤其利好投行业务强势的龙头券商如中信证券、华泰证券；2) 科创板做为增量市场，成交量的增加将为券商的经纪业务带来增量贡献；3) 券商的一级市场直投子公司也将受益于科创板的推出，其投资的私募股权项目也增加了科创板这一新的退出途径。

2 创投行业发展遇瓶颈，科创板或将带来新的机遇

2.1 创投行业发展迅速，资本市场直融支持力度待加强

2.1.1 中国创投行业的发展沿革

创投行业的发展历程。创投（也称为私募股权投资）行业在我国起步相对较晚，只有三十年的历史。“创投”最早起源于上世纪80年代，《中共中央关于科技体制改革的决定》中明确指出：“对于变化迅速、风险较大的高新技术开发工作，可以设立创业投资给以支持。”这是我国最早一次正式提出“创业投资”这个概念。从最初至今，创投行业先后经历了萌芽孕育阶段、迅速成长阶段、行业调整阶段、快速发展阶段、深度调整阶段。

创投行业历史中的重大转折点。2005年是中国创业投资发展史上的分水岭，也是中国创业投资步入快速发展阶段的元年。2005年11月，国家发改委等十部委共同颁布了《创业投资企业管理暂行办法》，首次就创业投资公司的组建设立和投资运行进行了明确规定，同时允许政府设立创业投资引导基金，用以引导创业投资公司的投资行为，对创业投资公司发展形成示范效应。2009年9月，孕育十年的创业板市场在深交所正式推出，为创业企业发展和创业投资资本增值退出开辟了新路径。应该说，这是中国创业投资发展史上的里程碑，对激励中国创业投资公司和创业企业发展具有重大意义。

图表 8. 中国创投行业发展历程

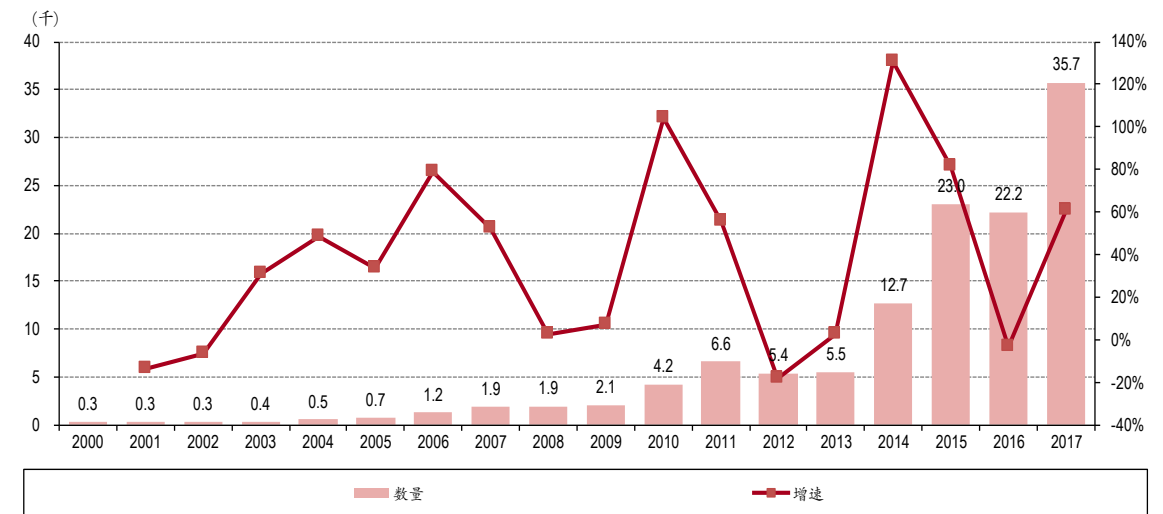
阶段	年份	重大事件
萌芽孕育阶段	上世纪80年代	《中共中央关于科技体制改革的决定》中明确指出：“对于变化迅速、风险较大的高新技术开发工作，可以设立创业投资给以支持。”这是我国最早一次正式提出“创业投资”这个概念。
	1985年	中共中央颁布了《关于科学技术体制改革的决定》，明确提出允许以创业投资的方式支持具有较高风险的高新技术企业发展，从此拉开了中国创业投资发展的序幕。
	1986年	在国科委和财政部的合力之下，我国第一家官办创业投资公司“中国新技术创业投资公司”（“中创”）正式成立。
	1991年	国务院颁布了《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》，允许高新企业自主成立创业投资公司，用于支持高新技术产业发展。
	1995年和1996年	国务院又在《关于加强科技进步的决定》等一系列文件中多次强调要发展科技风险投资基金。
	1997年	国务院组织七部委成立了“国家创业投资机制研究”小组，从此将创业投资发展正式提升到国家战略层面。
迅速成长阶段	1998年3月	在全国政协九届一次会议上，民建中央提交了《关于尽快发展中国风险投资事业的提案》（被列为当年全国政协一号提案），明确建议把促进创业投资作为推动高新技术产业发展的基本政策，从此将创业投资发展推向高潮。
	1999年3月	科技部联合七部委颁布了《关于建立风险投资机制的若干意见》，允许风险投资机构通过建立风险基金和融资担保基金的方式支持高新技术企业，并且还明确将中小企业作为重点扶持对象。
	1999年8月与12月	国务院又先后颁布了《关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》和《关于建立风险投资机制的若干意见》，就中国建立创业投资机制作出明确指示，特别是后者全面概括了中国发展创业投资的意义、目的、原则以及实施办法，是中国关于创业投资发展的框架性和纲领性文件。
	1997-2000	中国创业投资机构从的仅有51家增加到223家，增幅达396.08%。创业投资管理资本总额也从101.2亿元增加到512亿元，增幅约405.93%。参与中国创业投资的资本属性，也呈现多元化，具体表现为不仅有政府资本，民间资本与国际资本也积极参与其中。
行业调整阶段	2001年	美国互联网泡沫的破裂，导致中国资本市场的各类股指指数拦腰折半陷入了发展的低谷阶段，期间大量创业投资公司因资本无法收回而纷纷倒闭破产。作为创业投资资本最佳退出途径的创业板市场，被再次延迟推出甚至变得遥遥无期。
	2001年至2004年	中国创业投资公司的数量从323家减少到304家，管理的创业投资资本也从619.3亿元下降至617.5亿元。政府在这一阶段也进行了一些制度创新，其中最大的亮点就是2004年深交所中小企业板市场的推出。
	2005年	中国创业投资发展史上的分水岭，也是中国创业投资步入快速膨胀阶段的元年，主要表现为一系列制度建设为中国创业投资发展形成有效支撑。2005年11月，国家发改委等十部委共同颁布了《创业投资企业管理暂行办法》，首次就创业投资公司的组建设立和投资运行进行了明确规定，同时允许政府设立创业投资引导基金，用以引导创业投资公司的投资行为，对创业投资公司发展形成示范效应。
快速发展阶段	2006年2月	国务院颁布《实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）〉的若干配套政策》，将“加快发展创业风险投资事业”和“建立支持自主创新的多层次资本市场”纳入到国家科技发展战略，为创业投资事业提供了政策保障。
	2006年	中国证监会出台相关文件，允许中关村科技园区试点试行非上市公司股份代办转让系统，拓宽了创业投资资本的交易和退出渠道。
	2009年9月	孕育十年的创业板市场在深交所正式推出，为创业企业发展和创业投资资本增值退出开辟了新路径。应该说，这是中国创业投资发展史上的里程碑，对激励中国创业投资公司和创业企业发展具有重大意义。
深度调整阶段	2011年	受国内经济增长放缓以及资本市场低迷的拖累，再次陷入深度调整阶段。据统计，2010年的中国创业投资公司的平均退出回报率为10.77倍，2011年就下降为9.16倍。
	2011年1月和11月	出台了《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》和《关于促进股权投资企业规范发展的通知》。这些文件的颁布，对规范创业投资公司的市场行为，发挥了很大的作用。
	2012年	中国创业投资公司的退出回报率已经下滑至6.93倍，3年间下滑30%；不仅如此，在整体投资回报率方面，2012年的整体投资回报水平处于低位，其中50倍以上回报倍数仅有3笔，其余每笔投资的账面回报水平大多在30倍以下。

资料来源：国务院、证监会，中银证券

2.1.2 中国创投行业发展迅速，行业与区域布局较为集中

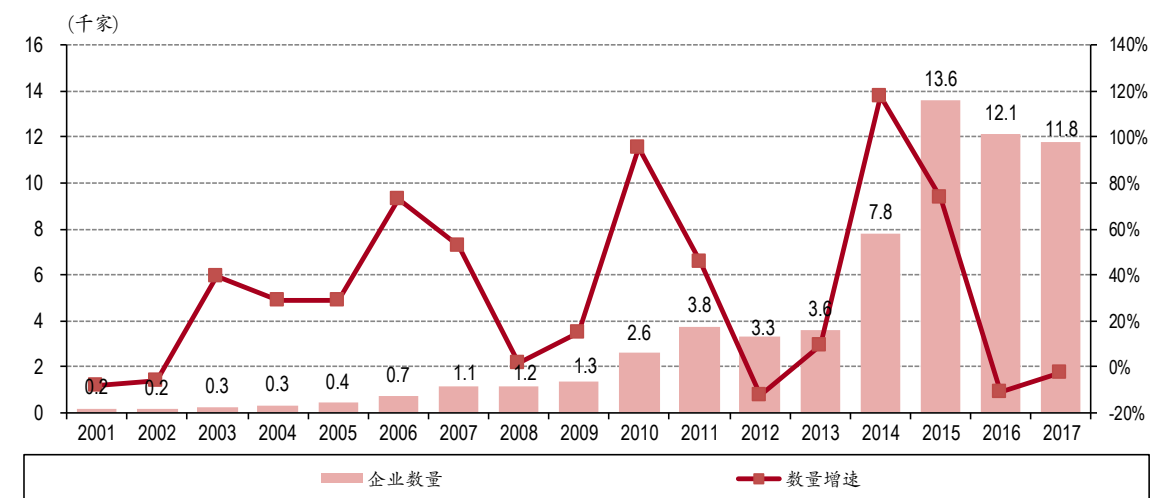
创投行业规模快速提升。我国创投行业在早期处于相对发展缓慢的阶段，整个行业的规模也处于较低的水平。2005年以来，创投行业正式进入了发展的快车道，无论是从投资事件的数量、被投资企业的数量还是总投资金额方面，我国创投行业均实现飞速增长。其中，2005年创投行业投资事件数量为695起，同比增长33.40%；被投资企业数量429家，同比增长28.83%；总投资金额达到1040亿元，同比增长562.92%。从2000年起至2017年末，我国创投行业的规模已经完成显著的量变，当年投资事件数量增长至3.57万起，被投资企业数量激增至1.18万家，总投资金额高达2.25万亿元，规模已不可同日而语。

图表 9. 2000-2017 创投行业历年新增投资事件



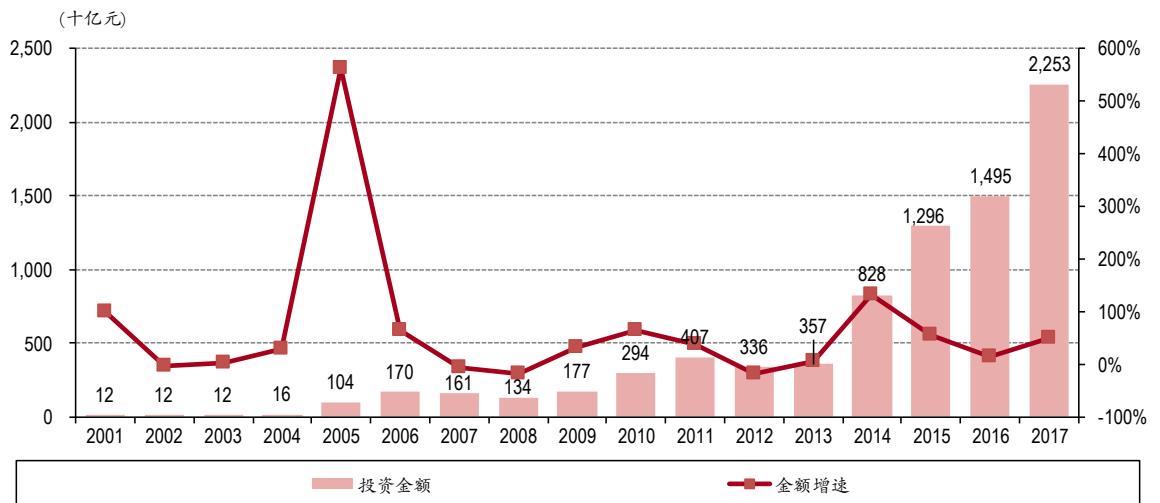
资料来源：清科，中银证券

图表 10. 2001-2017 创投行业历年新增被投资企业数量



资料来源：清科，中银证券

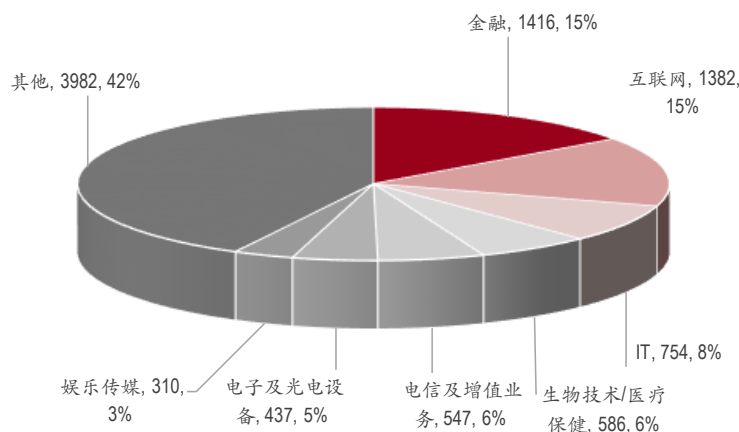
图表 11. 2001-2017 创投行业历年新增投资金额及增速



资料来源：清科，中银证券

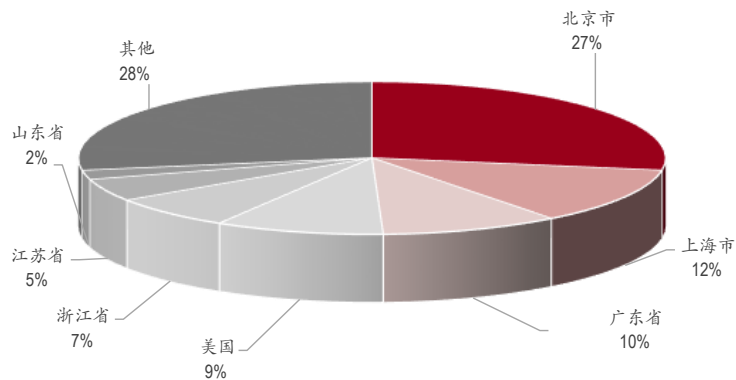
创投行业被投资企业行业与区域分布较为集中。创投行业发展至今，被投资企业的行业与区域分布较为集中。从行业的角度来看，截至 2017 年末，有 42.69% 的投资金额投向了 TMT 行业（主要包括互联网、IT、生物技术与医疗保健、电信及增值业务、电子及光电设备、娱乐传媒），另外有 15.05% 投向了金融业，两个行业加起来占据了超过半壁江山。从被投资企业的区域来划分，北京成为了创投机构最青睐的地区，截至 2017 年，北京市的累计创投投资金额达到 2.60 万亿，占比 27.59%，遥遥领先其他地区。上海市与广东省的累计创投投资金额分别达到 1.13 万亿与 0.92 万亿，占比分别 11.98% 与 9.83%，值得一提的是有 9.29% 的投资投向了美国，显示了创投行业向海外发展的趋势。浙江省、江苏省、山东省分列 5-7 位。地区 CR7 市占率高达 72.40%，区域分布集中度较高。

图表 12. 创投行业被投资企业行业分布



资料来源：清科，中银证券

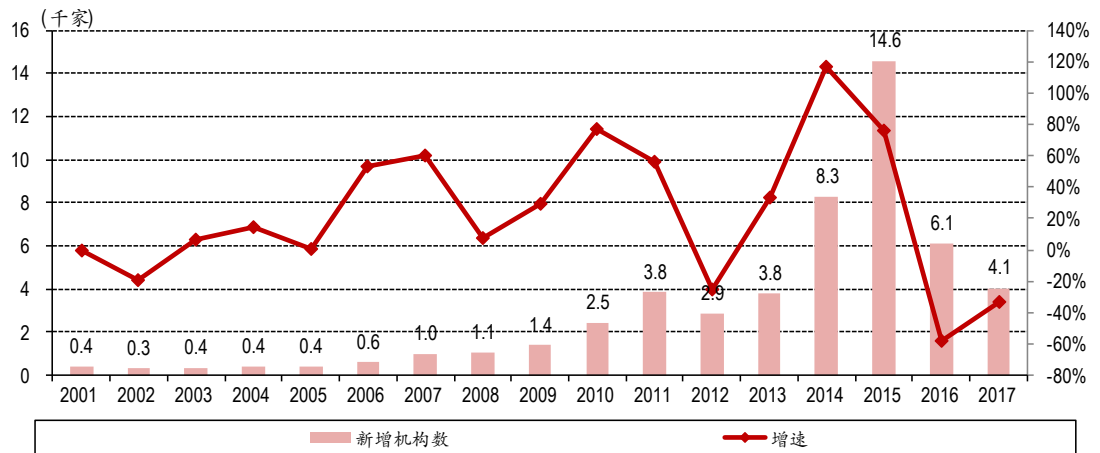
图表 13. 创投行业被投资企业地区分布



资料来源：清科，中银证券

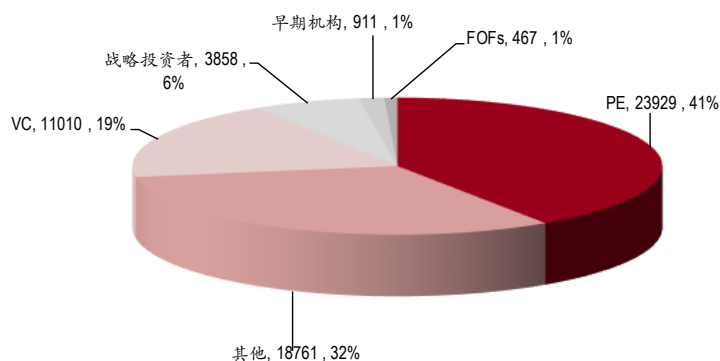
创投行业投资机构的发展与现状。我国的创投机构主要分为 PE、VC、战略投资者、早期机构、FOFs 以及其他机构。根据清科数据显示，创投行业投资机构的数量呈现快速增长的态势，2001-2005 年间每年新成立的创投机构一直保持在三四百家，随后创投机构井喷式地增长，最高峰时在 2015 年新成立的创投机构多达 1.46 万家。截至 2017 年底，PE 与 VC 分别达 23929 家与 11010 家，占比 40.60% 与 18.68%，成为最主要的两类创投行业投资机构。

图表 14. 2001-2017 创投行业投资机构数量变化



资料来源：清科，中银证券

图表 15. 创投行业投资机构构成



资料来源：清科，中银证券

2.1.3 中国创投行业亟待A股市场的助力

创投行业的发展面临了三个主要的问题。创投行业经历了几次膨胀增长期的发展后，规模已绝非昔日可比，但是快速发展的背后，我国创投行业也暴露出了一些问题：

1) **创投行业投资机构的集中度过低。**据清科数据显示，截至2017年末，累计投资金额行业排名前15的机构合计市场份额仅为6.34%，其中腾讯投资与红杉中国累计投资金额分别达1878.8亿元和1029.9亿元，市场份额分别仅有2.00%与1.10%。

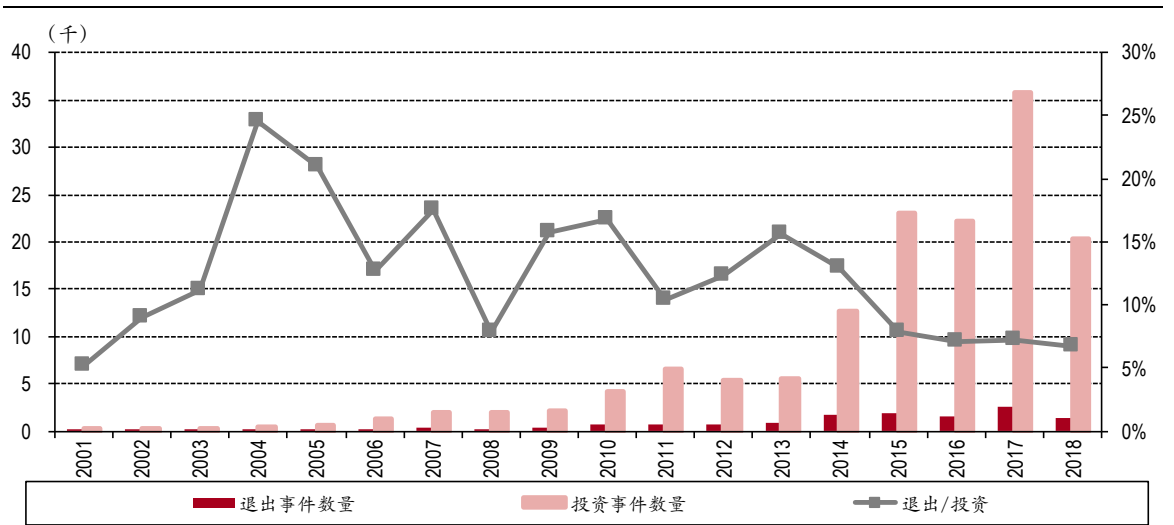
图表 16. 创投行业投资机构投资金额市占率

序号	名称	累计投资金额(十亿元)	市占率(%)
1	腾讯投资	187.88	2.00
2	红杉中国	102.99	1.10
3	深创投	50.80	0.54
4	九鼎投资	50.32	0.54
5	IDG 资本	40.00	0.43
6	君联资本	32.07	0.34
7	元禾控股	25.40	0.27
8	达晨创投	18.93	0.20
9	经纬中国	16.87	0.18
10	东方富海	16.62	0.18
11	上海永宣	15.49	0.16
12	同创伟业	12.19	0.13
13	时代伯乐	9.92	0.11
14	天星资本	8.22	0.09
15	真格基金	6.63	0.07

资料来源：清科，中银证券

2) **投资事件退出比例过低。**我们根据清科数据，就2001年-2018年的区间，逐年统计了创投行业投资事件数量与退出事件数量，并且计算了退出事件数量占投资事件数量的比例，18年间这一比例平均仅为9.10%，显示出行业中投资退出的比例过低。

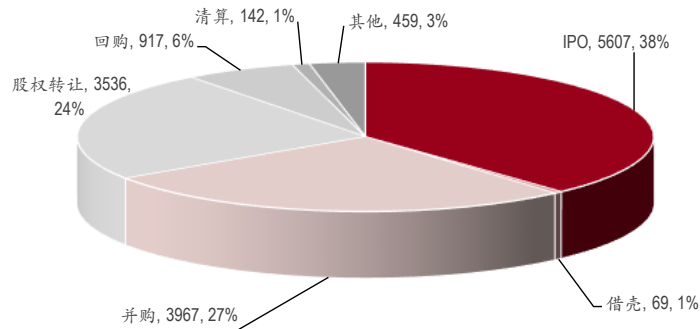
图表 17. 2001-2018 年创投行业投资事件与退出事件数量



资料来源：清科，中银证券

3) A股存量市场对于创投行业退出的支持力度仍待提高。根据清科数据显示,截至2017年末,在所有完成退出的1.47万起退出事件中,有5607起最终通过IPO的方式退出,占比高达38.15%,成为最主要的退出方式。在所有最终完成IPO成功退出的事件中,有1235起通过在创业板IPO完成退出,有868起在中小板IPO退出,在上交所上市完成退出的有1051起,合计占比达到55%。但我们不难发现,在A股完成IPO成功退出的项目平均所用年限明显多于在美国完成IPO的项目,而A股的回报倍数却显著低于美股。发行审核效率低以及核准制对于盈利条件的坚持在一定程度上剥夺了一部分优质被投资企业在国内上市融资的机会。

图表 18. 创投行业投资退出方式分布



资料来源:清科,中银证券

图表 19. 创投行业投资机构投资金额市占率

交易所名称	退出事件数量	占比(%)	年限	倍数
深圳证券交易所创业板	1,235	22	3.48	5.28
上海证券交易所	1,051	18	4.28	6.89
深圳证券交易所中小板	868	15	3.63	6.47
香港证券交易所主板	595	10	2.46	5.03
纳斯达克证券交易所	384	7	3.03	9.63
纽约证券交易所	289	5	2.96	23.72
新加坡证券交易所	64	1	1.14	3.76
香港证券交易所创业板	46	1	3.44	7.99
深圳证券交易所主板	11	0	3.3	31.14
其他	1154	20	3.12	4.21

资料来源:清科,中银证券

2.2 科创板或为创投行业的发展带来新的机遇

2.2.1 对扶持创投行业发展的探索路径一: 创业板

创业板是我国支持创投行业发展迈出的重要一步。创业板的概念最早于1998年提出,最早的定位是“交易所内设立的科技企业板块”,是我国对于扶持创投企业发展走出的一步。进入2000年以来,整个创投行业的发展逐步增速。至2009年创业板正式开启,也正式拉开了中国资本市场多层次化发展的帷幕,使得资本市场能更好的满足处在不同时期和不同阶段的企业的要求。一方面,创业板为成长中的创投企业,高科技企业和优秀的中小企业开拓了一个较为广阔的融资平台。另一方面,作为风险资本市场的重要组成部分,创业板的灵活退出机制便利了创业资本和风险资本的顺利退出,提高了其流动性。

图表 20. 创业板发展历程

时间	重大事件
1998 年 1 月	国家决定由国家科委组织有关部门研究建立高新技术企业的风险投资机制总体方案进行试点
1999 年 1 月	深交所向证监会正式呈送长板市场方案研究的立项报告
1999 年 3 月	中国证监会第一次明确提出“可以考虑在沪深证券交易所内设立科技企业板块”
2000 年 4 月	周小川表示中国证监会将会尽快成立二板市场
2003 年 10 月	党的十六届二中全会通过决议，推进风险投资和创业板市场建设
2004 年 1 月 31 日	国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》
2007 年 8 月	国务院批复以创业板市场为重点的多层次资本市场体系建设方案
2008 年 3 月 5 日	温家宝总理指出建立创业板市场
2008 年 3 月 17 日	证监会主席尚福林表示，2008 年将加快推出创业板
2008 年 3 月 22 日	创业板 IPO 管理办法意见稿发布
2009 年 3 月 31 日	中国证监会正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，自 5 月 1 日起实施
2009 年 5 月 8 日	深交所发布创业板上市规则(征求意见稿)
2009 年 6 月 5 日	深交所发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》
2009 年 7 月 2 日	深圳证券交易所创业板市场投资者适当性管理实施办法
2009 年 7 月 20 日	证监会决定自 7 月 26 日起受理创业板发行上市申请
2009 年 8 月 14 日	证监会第一届创业板发行审核委员会在北京成立
2009 年 9 月 13 日	证监会宣布，将于 9 月 17 日召开创业板首次发审会，将审核 7 家企业

资料来源：国务院、证监会、深交所，中银证券

创业板开启了我国创投行业高速增长直至走向成熟的道路。创业板的启动有效引导了风险投资资本和产业资本流向高科技产业和新经济产业。创业板上市规则和由此产生的财富效应促进了发达地区的产业结构升级。它以资本为先导，为我国实现从劳动密集型产业向高端制造业和服务业的转型奠定了基础。从本质上看，创业投资资本的涌现是一项投资制度的创新。初始的股权投资带动了新经济产业的发展，最后的股权变现退出实现了资本的快速增值。

图表 21. 上市标准：主板 vs 创业板

项目	主板	创业板
上市条件（财务）	<ol style="list-style-type: none"> 最近三个会计年度净利润均为正且累计超过人民币三千万；最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币五千万，或者最近三个会计年度营业收入累计超过人民币三亿元； 发行前股本总额不少于人民币三千万； 向社会公开发行的股份不少于公司股份总数的 25%；如果公司股本总额超过人民币 4 亿元的，其向社会公开发行股份的比例不少于 10%。 	<ol style="list-style-type: none"> 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据； 最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损； 发行后股本总额不少于三千万。公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上；公司股本总额超过四亿元的，公开发行股份的比例为 10% 以上；
上市条件（其它）	<ol style="list-style-type: none"> 公发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。原国有企业依法改组而设立的，或者在《中华人民共和国公司法》实施后新组建成立的公司改组设立为股份有限公司的，其主要发起人为国有大中型企业的，成立时间可连续计算。 公司在最近 3 年内无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。 最近一期末无形资产(扣除土地使用权等)占净资产的比例不超过 20%； 最近三年内公司的主营业务未发生重大变化； 最近三年内公司的董事、管理层未发生重大变化 	<ol style="list-style-type: none"> 发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算； 发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为。 最近两年内公司的主营业务未发生重大变化； 最近两年内公司的董事、管理层未发生重大变化

资料来源：证监会、深交所、上交所，中银证券

创业板基础制度尚不健全，对于创投行业的支持力度有限。虽然创业板完善了我国证券市场结构，运行至今总体情况令人满意，也为已经上市的中小企业提供了难得的融资渠道，但是仍然存在许多亟待解决的问题，主要表现在以下几个方面：

1) **创业板制度尚不健全。**创业板同主板一样，最大的问题在于制度的不健全，这是由于我国资本市场起步晚、发展慢的现状所决定的。创业板制度的不健全主要表现在价格的约束机制不完备，公司治理与监管制度不完善，缺乏一些降低风险的金融工具等方面。

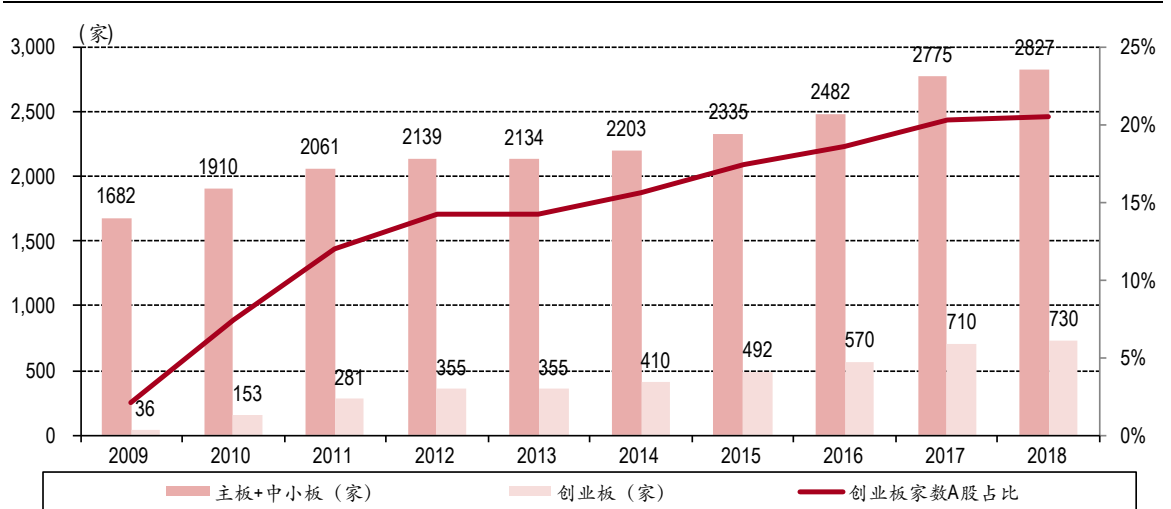
2) **信息披露与投资者保护亟待加强。**上市公司信息披露的不规范，出现虚构、夸大信息，挪用资金用于弥补银行贷款与短期借款，变相减持限售股等现象。种种不良的现象都充分说明了在创业板上市公司治理方面仍旧存在着问题。

3) **存在部分投机行为，投资者缺乏价值判断的专业能力。**A股的大部分投资者往往缺乏价值判断的专业能力，因此市场中不乏各种投机的行为。

4) **创业板上市标准仍然存在对于盈利指标的硬性要求，对创投行业的支持力度不够。**创业板的上市标准仍然要求“最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元”，这也成为了限制那些暂时无法盈利但拥有巨大发展前景的优质创投企业上市的主要障碍。同时创业板采用核准制的新股发行审核制度，在一定程度上制约了创投企业 IPO 的效率，使得一部分优质创投企业海外上市。

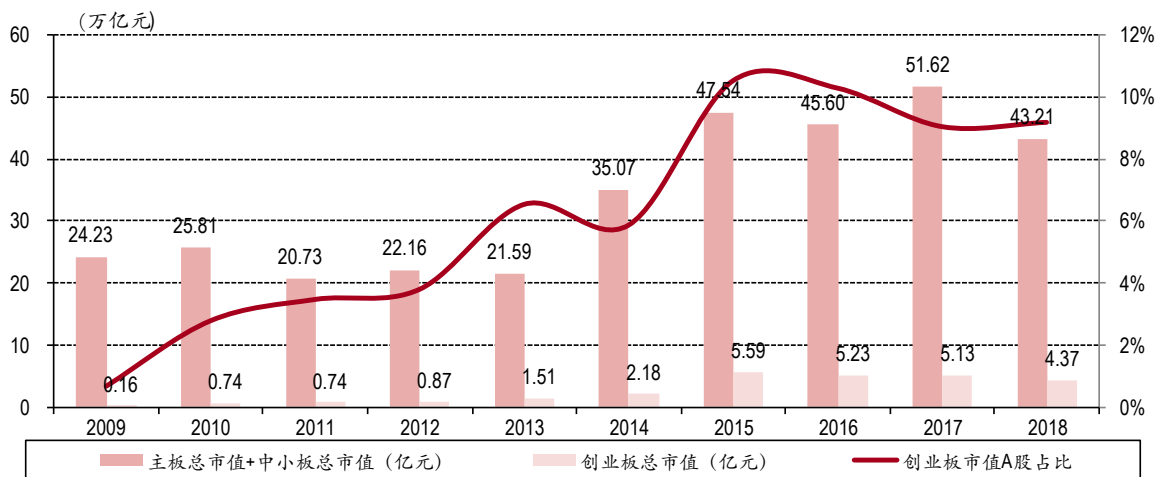
此外，创业板开启已历经近 10 年的时间，目前仍然只有 700 多家公司，与美国等发达国家市场相比，无论从上市公司家数还是总市值方面，创业板的规模都较小。截至 2018 年 10 月末，创业板总上市企业家数为 730 家，占 A 股比重 20.52%，而创业板总市值仅为 4.37 万亿元，占 A 股比重仅为 9.18%。

图表 22. 2009-2018 年 A 股全市场公司家数 vs 创业板公司家数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 23. 2009-2018 年 A 股全市场市值 vs 创业板市值



资料来源: Wind, 中银证券

2.2.2 对扶持创投行业发展的探索路径二: 新三板

新三板产生的初衷是解决中小企业融资难题。中小企业的综合成本不断攀升,企业的负担不断加大,但是企业融资难的问题却没有得到明显改善。我国中小企业融资困难主要体现在以下三个方面: **1) 融资渠道较单一。**从统计数据看,中小企业除了通过为数不多的内源融资获得资金外,在外部融资这一环节上,绝大部分还是依赖银行贷款。**2) 融资成本较高。**在信贷资金有限的情况下,为规避风险,商业银行首先要保证信贷资金使用的收益最大化,故会普遍上调中小企业的贷款利率。**3) 融资成功率较低。**中小企业普遍缺乏能够作为抵押的固定资产和其他有效抵押物品。同时中小企业流动资金的需求量巨大,信贷需求表现为“短、频、快、急”,这与银行贷款期限之间存在矛盾。这些因素使中小企业获得外源融资的成功率并不高。

新三板的前世今生。新三板是指以具有代办股份转让资格的证券公司为核心,为非上市的非公众股份有限公司提供规范股份转让服务的股份转让平台。2006年2月7日,国务院发布《国务院关于实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020年)若干配套政策的通知〉》,其中第19条提出,要推进高新技术企业股份转让工作,启动中关村部分企业进入系统进行股份转让的试点工作。2006年1月23日,世纪瑞尔和北京中科软在报价系统正式挂牌,成为三板市场上除原两网系统挂牌企业以外的非公开发行的股份的公司,为了与原先的三板市场相区分,业界称之为新三板。2009年6月,证券业协会又先后发布了一系列新修订的规范性文件 and 操作性文件,我国新三板市场的法律制度得以确立。在中关村非上市股份有限公司股份报价转让试点近5年后,2010年,新三板扩容被正式提上议事日程。2013年1月16日,全国中小企业股份转让系统在北京金融街揭牌;2月2日,中国证监会公布《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》;2月8日,《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》(下称《业务规则》)公布;2013年12月14日,国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》,明确了全国股份转让系统的性质、功能和定位,新三板的全国扩容也呼之欲出,我国多层次资本市场发展驶入快车道。



图表 24. 新三板发展沿革

时间	重大事件
三板前世——STAQ、NET 以及老三板	
1992 年 7 月	全国证券交易自动报价系统 (STAQ 系统) 正式开始运行。STAQ 系统是一个基于计算机网络进行有价证券交易的综合性场外交易市场。系统中心设在北京, 连接国内证券交易比较活跃的大中城市, 为会员公司提供有价证券的买卖价格信息以及结算等方面的服务, 使分布在各地的证券机构能高效、安全地开展业务。
1993 年 4 月	NET 系统是由中国证券交易系统有限公司 (简称中证交) 开发设计, 并于 1993 年 4 月 28 日投入试运行的。该系统中心设在北京, 利用覆盖全国 100 多个城市的卫星数据通讯网络连接起来的计算机网络系统, 为证券市场提供证券的集中交易及报价、清算、交割、登记、托管、咨询等服务。NET 系统由交易系统、清算交割系统和证券商业务系统这三个子系统组成。
2000 年	多地重建产权交易所
2001 年 7 月 16 日	“代办股份转让系统”成立
三板今生——新三板	
2006 年初	新股份转让系统建立, 被称为新三板
2009 年 7 月	《中关村报价转让试点办法》正式实施
2011 年初	新三板规则制度设计初步完成
2011 年 5 月	新三板进入会签程序
2011 年 12 月	新三板挂牌企业突破 100 家
2012 年 4 月	证监会表示将加快推进新三板建设, 中证协组织券商培训
2012 年 7 月 23 日	新三板副主办券商制正式实施
2012 年 8 月 3 日	证监会称新三板扩容获国务院批准, 首批扩大试点除中关村科技园区外, 新增上海张江高新产业开发区, 东湖新技术产业开发区和天津滨海高新区
2012 年 9 月 7 日	扩大非上市股份公司股份转让试点合作备忘录签署暨首批企业挂牌仪式在京举行
2012 年 9 月 20 日	全国中小企业股份转让系统有限责任公司在国家工商总局完成注册登记
2013 年 1 月 16 日	全国中小企业股份转让系统揭牌仪式在京举行
2013 年 2 月 8 日	《全国中小企业股份转让系统业务规则 (试行)》发布
2013 年 5 月 28 日	全国股份转让系统首批企业挂牌仪式在京举行
2013 年 6 月 19 日	国务院确定将中小企业股份转让系统试点扩大至全国

资料来源: 国务院、证监会、中银证券

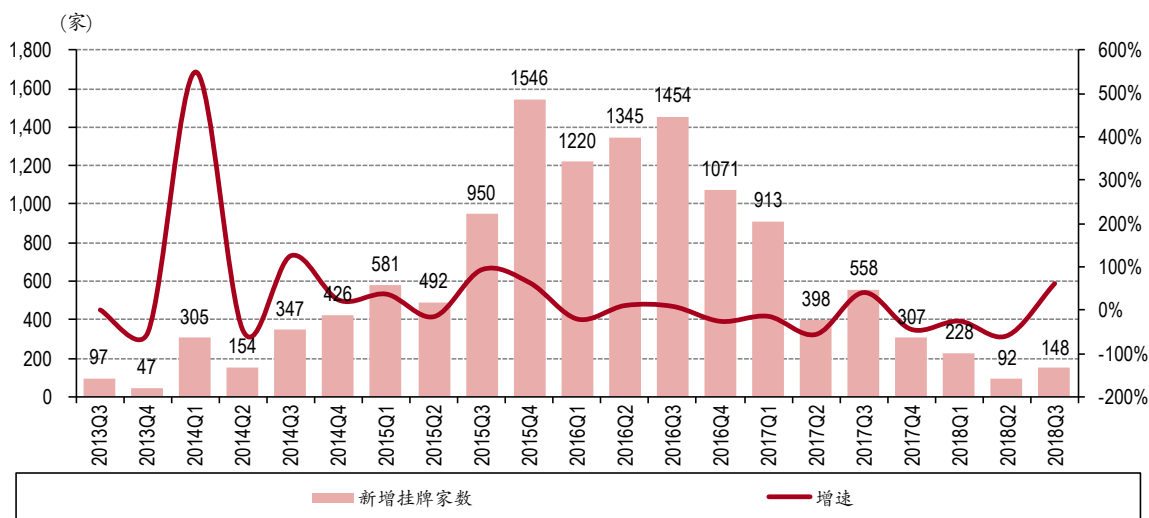
图表 25. 新三板上板标准与退板标准

项目	新三板
上板标准 (财务)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 新三板上市公司盈利要求: 必须具有稳定的, 持续经营的能力。 1. 满足新三板存续满两年的条件 (有限公司整体改制可以连续计算); 2. 新三板主营业务突出, 具有持续经营记录; 必须满足的条件; 3. 新三板上市公司治理结构健全, 运作条件规范; 4. 新三板上市公司股份发行和转让行为合法合规;
上板标准 (其它)	<ol style="list-style-type: none"> 5. 新三板上市公司注册地址在试点国家高新园区; 6. 地方政府出具新三板上市挂牌试点资格确认函; 7. 主体资格上市要求: 新三板上市公司必须是非上市股份公司; 8. 资产要求: 无限制; 9. 主营业务要求: 主营的业务必须要突出。
退板标准	<ol style="list-style-type: none"> 1. 信息披露严重失信, 规则将“最近两个年度的财务会计报告均被注册会计师出具否定或者无法表示意见的审计报告”作为强制终止挂牌的条件; 2. 欺诈挂牌; 3. 挂牌公司公司治理机制不健全; 4. 持续经营能力存在不确定性; 5. 重大违法强制摘牌;

资料来源: 国务院、证监会、中银证券

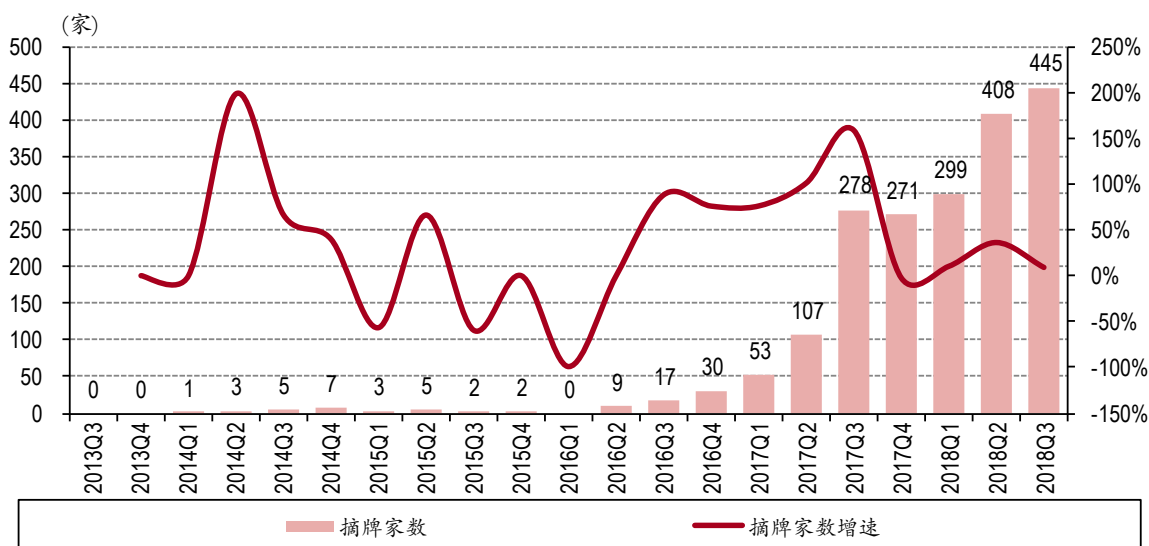
新三板的发展进入寒冬期。新三板市场的挂牌公司家数在经历了 2014 年和 2015 年两年的快速增长之后, 2016 年开始增速放缓, 2018 年更是首次出现了下跌的情况, 截至 2018 三季度末, 新三板挂牌家数 10946 家, 较 2017 年末下滑 5.88%。2018 年前三季度新增挂牌家数 468 家, 同比下滑 74.96%; 摘牌家数 1152 家, 同比增长 163.01%, 新三板市场的发展遭遇了瓶颈, 市场亟待新的转机出现。

图表 26. 2013Q3-2018Q3 新三板新增挂牌家数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. 2013Q3-2018Q3 新三板摘牌家数



资料来源: Wind, 中银证券

新三板直接融资功能有限，流动性不容乐观。新三板对于科创企业的支持力度难以达到融资需求，由于制度建设不完善，存在种种弊端：**1) 新三板市场的直接融资功能十分有限。**由于新三板挂牌的企业均为非上市公司，根据相关政策规定，该性质的企业不能公开发行股票，所以在新三板上挂牌的企业若想要进行直接融资，主要依赖定向增资这一方式，而实现定向增资的过程相当复杂，融资效率不高。**2) 新三板市场的流动性不容乐观。**作为我国场外交易市场的重要组成部分，新三板市场的平均成交量一直处在较低的水平，与国外成熟资本市场中的同类市场的差距非常大。新三板的流动性不能满足企业的需求，市场配置效率过低。**3) 新三板市场的价值发现功能不强。**在新三板挂牌的中小企业目前都来自于全国各高新园区，属于科技型企业，这些企业的发展具有极大的不确定性，业务也具有非常高的专业性，这使得投资人对挂牌企业的价值评估变得困难。新三板挂牌企业的经营业绩与股份转让价格之间缺乏有效的互动效应，这使得新三板市场的价值发现功能难以实现。**4) 新三板市场的转板机制不够完善。**在新三板的挂牌企业中，已有许多家企业的财务指标符合了更高层次资本市场的入市要求。在 2013 年前，仅有 7 家企业成功实现转板，平均每年不到 2 家，转板效率低下。

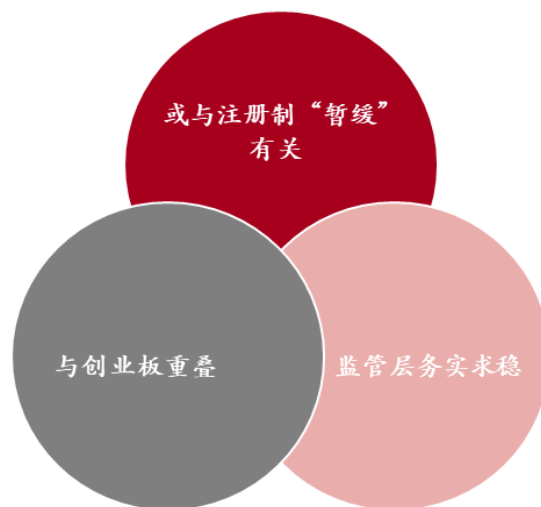
2.2.3 对扶持创投行业发展的探索路径三：战略新兴板

战略新兴板的发展起源。战略新兴板构想由来已久，2013年9月，上交所就开始战略新兴板相关研究工作。并于同年12月向证监会上报《关于上交所设立战略新兴产业板请示》。2014年5月，上交所根据证监会主席专题会议要求，对战略新兴板业务方案进行了修改完善，并向证监会上报了《关于上交所设立新兴板有关问题补充报告》。2015年6月，国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施意见》中提出推动在上交所建立战略新兴板。同年12月，证监会表示，战略新兴板将在2016年有实质性进展。根据上交所发布《沪市上市公司2014年年报整体分析报告》数据显示，2014年，沪市新兴产业相关企业共实现营业收入2.1万亿元，同比增长7%，实现净利润944亿元，同比增长10%，高于沪市整体水平。

战略新兴板的市场定位。2015年5月，在上海举行“上证2015中国股权投资论坛”中，上交所副总经理刘世安在谈到“打造战略新兴产业板，助力中国经济转型升级”时表示战略新兴板聚焦就是新兴产业企业和创新型企业，重点服务于已跨越创业阶段、具有一定规模新兴产业企业和创新型企业。其中，战略新兴产业界定以《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》为依据，重点支持节能环保、信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车这七大行业。此外，又增加了《中国制造2025》里信息技术、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械这十大重点发展领域，以及科技创新型企业。这样，战略新兴板作为战略性企业和创新型企业链接主板市场纽带，拓宽资本市场覆盖面，推进我国资本市场发展和经济结构转型。

战略新兴板的中途“夭折”。2016年3月15日，根据人大代表和政协委员对“十三五”规划《纲要草案》提出的意见，对《纲要草案》进行了修改完善，共拟修改57处，其中包括删除“设立战略性新兴产业板”。战略新兴板的“夭折”，市场上有几种猜想：**1) 或与注册制“暂缓”有关：**一些观点认为，“十三五”规划忽然删除“战略新兴板”或与注册制的“暂缓”有关。3月12日刘士余出席记者会时首次正面回应注册制相关问题，表示注册制改革需要一个相当完善的法制环境，配套的改革需要相当的过程、相当长的时间，不可以单兵突进的。**2) 与创业板重叠：**认为战略新兴板和创业板没本质上的差别，战略性新兴产业虽然在具体规则上与深圳市场的创业板有些不同，但其本质上与创业板是没有任何区别的，因此没必要进行重复建设。**3) 继续求稳：**战兴板被搁置，反应监管层对市场可能采取的是更加务实求稳的态度。

图表 28. 战略新兴板“夭折”的原因猜想



资料来源：中银证券



2.2.4 科创板与注册制，创投行业的未来出路

科创板解决了创业板市场存在的问题：1) 相较于创业板，科创板在发行审核制度设计方面就取得了优势。采用注册制的审核机制以及事后控制，降低上市条件标准，为创投行业被投资企业降低了上市门槛，加大了对创投行业的直融支持力度。2) 同时科创板将在退市、信息披露等配套制度等方面做出改革与完善以进一步配合注册制的实行。3) 科创板的推出将逐步提升市场的价值发现功能，促进上市公司良性竞争与优胜劣汰。4) 科创板与注册制的实行将降低监管机构事前控制与实质审查的成分，但同时也对投资者提出了更高的要求，包括提高价值判断能力与保持理性。

科创板不仅解决了新三板存在的问题，而且为新三板优质企业提供了转板的方向：1) 新三板缺乏价值发现能力、流动性低、直接融资力度有限等问题在科创板制度的设计之下自然得到解决。2) 新三板的诸多优质企业都有转板场内交易市场的需求，但是受存量市场的制度所限转板难度大且效率低，科创板将成为此类企业最佳的转板方向。

战略新兴板虽然中途“夭折”，但是却为科创板的推出打下了基础：1) 市场普遍认为战略新兴板的中止或者与注册制暂缓直接相关，而随着注册制改革再次提上日程，科创板做为注册制改革的载体便应运而生，战略新兴板某种程度上算是科创板的前身。2) 在战略新兴板的筹备过程中，相关机构与工作人员积累了注册制改革的大量宝贵经验，后来虽然战略新兴板被搁置，但是这些宝贵的经验可以运用到科创板的准备工作中，有助于加速科创板的落地进程。



3 注册制改革将优化我国资本市场体系结构与功能

3.1 中国 A 股市场新股发行制度变迁

3.1.1 中国新股发行制度发展史：历经三阶段

自 1993 年全国统一的证券市场建立后，中国的新股发行制度在实践中不断探索与改革。虽然审核制度、定价方式及配售方式在各阶段呈现不同特征，但市场化、法制化的改革方向是大势所趋。制度改革的关键在于围绕中国股票市场特点，统筹平衡好市场可承受度与改革力度，推动公平与效率目标的实现。

图表 29. 中国新股发行制度变迁：多部门监管阶段

时间	发行定价方式	发行配售方式
1990		自办发行
1991	按面值发售、限量发售认购证	限量发售认购证
1992	无限量发售认购表、限量发售认购证	无限量发售认购表

资料来源：证监会、上交所、深交所，中银证券

图表 30. 中国新股发行制度变迁：审批制阶段与核准制阶段

时间	发行定价方式	发行配售方式
1993	直接定价	与银行存款储蓄挂钩、无限量发售认购表
1994-1995	上网竞价试点、直接定价	上网定价发行、上网竞价配售、全额预缴款、与银行存款储蓄挂钩、无限量发售认购表
1996-1997	直接定价	上网定价发行、全额预缴款、与银行存款储蓄挂钩、无限量发售认购表
1998	直接定价	对基金配售、上网定价发行、全额预缴款、与银行存款储蓄挂钩、无限量发售认购表
1999	询价方式尝试、直接定价	对法人配售、对基金配售、上网定价发行
2000	询价方式尝试、直接定价	向二级市场投资者配售、对法人配售、对基金配售、上网定价发行
2001	网上累计投标询价、上网竞价再尝试、询价方式尝试、直接定价	上网竞价配售再尝试、对法人配售、对基金配售、上网定价发行
2002	网上累计投标询价、询价方式尝试、直接定价	向二级市场投资者配售、对法人配售、对基金配售、上网定价发行
2003	直接定价	
2004	直接定价	
2005	询价制的确立及完善	配售制度的完善、向二级市场投资者配售、对法人配售、对基金配售
2006-2011	询价制的确立及完善	
2012	多元化定价方式、询价制的确立及完善	配售制度的完善、上网定价发行
2013-2014	多元化定价方式	

资料来源：证监会、上交所、深交所，中银证券

3.1.2 新股发行审核制度沿革：事前监管不断后移

中国新股发行审核制度的发展经历了三个阶段。自 1990 年开始至今，中国新股发行审核制度经历了三个阶段，分别是多部门监管、审批制与核准制。其中，审批制阶段分为额度管理阶段与指标管理阶段；核准制阶段分为通道制与保荐制阶段。



图表 31. 中国新股发行审核制度沿革与相关法律法规依据及事件

时间	阶段	法律法规依据及相关事件
1990-1992	多部门监管	《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》
1993-1995	额度管理	《股票发行与交易管理暂行条例》、《中华人民共和国公司法》
1996-1998	审批制 指标管理	《关于 1996 年全国证券期货工作安排意见》，《关于做好 1997 年股票发行工作的通知》
1999-2004	通道制	《中华人民共和国证券法》、《中国证监会股票发行核准程序》、《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会条例》、《股票发行上市辅导工作暂行办法》、《证券公司从事股票发行主承销业务有关问题的指导意见》、《关于证券公司推荐发行申请有关工作方案的通知》
2004 至今	核准制 保荐制	《证券发行上市保荐制度暂行办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》(2006,2016)、《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》(2014,2016)、《证券发行与承销管理办法》(2006,2010,2012,2013,2014)、《证券发行上市保荐业务管理办法》、《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》、《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》、《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》

资料来源：证监会、国务院，中银证券

多部门监管阶段（1990-1992 年）：1990 年沪深证券交易所相继成立。早期新股发行和上市的审批权归属不同政府部门：企业股份制改制由计委、体改委审批，股票发行由人民银行审批，股票上市交易由沪深交易所审批。1990 至 1992 年股票发行期间，新股供给远低于市场需求，最终出现“8.10 风波”。1992 年 10 月国务院证券委员会（以下简称证券委）、中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）相继成立。同年 12 月 17 日，国务院发布《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》，旨在理顺关系，促进市场规范化发展。

审批制阶段（1993-1998 年）：1) 额度管理阶段（1993-1995 年）。1993 年 4 月《股票发行与交易管理暂行条例》要求在国家下达的发行规模内，中央企业主管部门、地方政府（省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府）按照隶属关系分别对相关企业的发行申请进行审批，证监会进行复审并抄送证券委。该条例不仅确立了两级行政审批的制度，也奠定了全国统一新股发行审查体系的基础。2) 指标管理阶段（1996-1998 年）。1996 年 8 月《关于 1996 年全国证券期货工作安排意见》明确提出“改进新股发行管理办法”，施行“‘总量控制、限报家数’的管理办法，由国家计委、证券委共同制定股票发行总规模，证监会在确定的总规模内，根据市场情况向各地区、各部门下达发行企业个数，并对企业进行审核。1997 年 9 月《关于做好 1997 年股票发行工作的通知》要求重点支持关系国民经济命脉、具有经济规模、处于行业排头兵地位的国有大中型企业上市，并对拟上市企业预选材料的内容与格式文件进行规范。1997 年 11 月中国金融体系进一步确定了银行业、证券业、保险业“分业经营、分业管理”的原则。1998 年 4 月国务院证券委撤销，证监会成为全国证券期货市场的监管部门。

核准制阶段（1999 年至今）：1999 年 7 月正式实施的《中华人民共和国证券法》取消了额度管理审批的方法，明确“国务院证券监督管理机构依照法定条件负责核准股票发行申请，核准程序应当公开，依法接受监督”，“应当自受理证券发行申请文件之日起三个月内作出决定；不予核准或者审批的，应当作出说明”。1) 通道制阶段（1999-2004 年）。核准制的第一个阶段是“通道制”。证券法实施后证监会陆续出台等配套法律法规和部门规章。2001 年 3 月《关于证券公司推荐发行申请有关工作方案的通知》要求“证券公司自行排队、限报家数”，具体指每家券商单次只能按序推荐限定数量的企业发行，每通过核准一家再报一家，即“过会一家，递增一家”。2) 保荐制阶段（2004 年至今）。以 2004 年 2 月《证券发行上市保荐制度暂行办法》施行为标志，新股发行进入“保荐制”阶段。该办法明确“保荐机构应当遵守法律、行政法规、证监会的规定和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，尽职推荐发行人证券发行上市，持续督导发行人履行相关义务”。“对发行人及其发起人、大股东、实际控制人进行尽职调查、审慎核查，根据发行人的委托，组织编制申请文件并出具推荐文件”。2006 年 5 月《首次公开发行股票并上市管理办法》对发行人的财务、独立性、规范运行、募集资金运用等方面要求进一步细化，明确了保荐机构和保荐代表人职责。

3.2 注册制利于提升市场直融比重，改善资本市场体系结构与功能

3.2.1 中国对注册制的探索历程：一波三折

注册制改革的道路是曲折的。中国对于注册制的探索始于2013年11月15日，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出，“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革”，注册制的字眼第一次写入了党中央的文件，与预示着中国正式开启注册制改革的历程。2016年3月12日，在十二届全国人大四次会议记者会上，中国证券监督管理委员会主席刘士余表示，注册制是不可以单兵突进的。研究论证需要相当长的一个过程。这也意味之股票发行注册制改革将暂缓施行。而2018年11月5日，首届中国国际进口博览会5日上午在上海开幕，习近平表示，为了更好地发挥上海等地区在对外开放中的重要作用，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，注册制再次开启新的篇章。

图表 32. 中国对注册制的探索历程

时间	重大事件
2013年11月15日	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。
2013年11月30日	中国证监会发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，这是逐步推进股票发行从核准制向注册制过渡的重要步骤。
2014年4月10日	中国证监会主席肖钢在博鳌亚洲论坛对媒体表示，IPO注册制改革草案年底出台。
2014年5月9日	“新国九条”发布。文件提出，积极稳妥推进股票发行注册制改革。
2014年11月28日	证监会新闻发言人张晓军表示，目前证监会已经牵头完成注册制改革方案初稿，拟于11月底前上报国务院。
2015年1月16日	证监会主席肖钢表示，推进股票发行注册制改革，是2015年资本市场改革的头等大事。
2015年2月13日	证监会新闻发言人邓舸表示，已经完成注册制改革方案初稿并上报国务院。
2015年3月5日	国务院总理李克强在政府工作报告中表示，实施股票发行注册制改革。
2015年11月6日	证监会有关部门负责人表示，推进股票发行注册制改革的各项准备工作正有序推进。
2015年12月9日	国务院常务会议通过提请全国人大常委会授权国务院，在实施股票发行注册制改革中调整适用有关规定的草案。
2015年12月21日	《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定(草案)》正式提请全国人大常委会审议。
2015年12月27日	十二届全国人大常委会第十八次会议在北京经表决，通过了关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《中华人民共和国证券法》有关规定的决定。该决定的实施期限为两年，决定自2016年3月1日起施行。
2016年3月12日	在十二届全国人大四次会议记者会上，证监会主席刘士余表示，注册制不可以单兵突进，研究论证需要相当长的一个过程。
2018年2月24日	第十二届全国人民代表大会常务委员会第三十三次会议决定：2015年12月27日第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《中华人民共和国证券法》有关规定的决定施行期限届满后，期限延长二年至2020年2月29日。
2018年11月5日	国家主席习近平表示，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。上交所在当日中午立即成立了科创板工作领导小组，由相关所领导直接负责。同时，对于在科创板试点注册制的具体工作，则将依据中国证监会后续具体部署予以落实。

资料来源：国务院、上交所、证监会，中银证券

3.2.2 注册制与核准制的对比：注册制改革的方向与意义

注册制与核准制的对比：1) 注册制实行的是以形式审查为主、事后控制的模式。其特征是在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断，在披露原则的指导下，只检查公开的内容是否齐全，格式是否符合要求，不做企业的价值判断，坚持市场经济中的交易自由原则，政府一般情况下不会干预证券上市与否，主张事后控制。2) 注册制更加注重效率。注册制具有发行人成本更低、上市效率更高、对社会资源耗费更少，资本市场可以快速实现资源配置功能。审核时间相对比较短。3) 注册制能够解放政府的审核量。注册制一般是由证监机构进行形式审核，自律机构（如交易所）与中介机构实质性审核。中介的诚信对公司市场相当重要。核准制是中介机构和证监会分担实质性审核职责，政府的审核工作量很大。4) 注册制对市场与行业的成熟度要求更高。注册制的形成一般是在市场化程度高，金融市场更加成熟、制度更加完善，监管主体严格有效、发行人和中介机构更自律，投资者素质更高的国家，这也是中国未来金融发展的一个方向。

图表 33. 注册制 vs 核准制

	注册制	核准制
上市周期	一般较短, 从筹备到上市平均需要 1 年左右	一般较长
公司定价	由市场自主决定, 政策、法律监管的参与度低	由市场主导, 政策、法律监管的参与度高
投资者背景	投资者相对成熟, 更多依赖自我判断	投资者的成熟度相对较低, 经验少, 更多依赖监管层对上市企业价值的判断
上市门槛	较低	较高
退市制度	退市制度完善, 退市效率与频率较高	退市制度相对不完善, 退市效率与频率较低
信息披露要求	信息披露要求严格	信息披露要求相对宽松
投资者保护	投资者保护机制较为完善	投资者保护机制存在缺陷
上市企业特征	各种符合规定的企业, 包括成熟及成长型企业	主要是成熟企业
上市标准与条件	一般不要求企业满足盈利条件	一般要求企业满足盈利条件
审核方式	以形式性审核为主	以实质性审核为主
审核主体	政府机构进行形式性审核, 审核工作量小, 主要由中介机构、自律机构进行实质性审核	由政府机构和中介机构分担实质性审核责任, 政府的审核工作量较大
证券市场法律体系与基础制度	证券市场法律体系完善, 基础制度完备	证券市场法律体系和基础制度尚待完善

资料来源: 证监会, 中银证券

中国实行注册制改革的现实意义。目前中国采用的核准制和审查程序对证券发行情况进行实质审查为主。在中国, 实质审查主要是由证监会执行, 而在其他国家则大多由证券交易所完成。审核时间表比其他实行注册制的国家长得多。中国的股票发行制度也包含了注册制的许多特征。在定价和配售机制方面, 中国借鉴了注册制中的累积投标询价制, 但在投资者结构和信息披露制度方面, 中国与采用注册制的其他国家有很大不同: 在中国, 个人投资者占市场的比例相对较高, 强制性信息披露的内容范围相对较小。在采用注册制的国家, 市场主要由机构投资者组成, 信息披露的内容范围更广, 严格程度更高。综上所述, 中国股票发行仍存在周期长, 效率低, 进入门槛高, 信息披露不全等问题。根据国际股票发行注册制的实践经验, 资本市场在注册制下具有较高的运作效率。

注册制改革有利于提高企业直接融资规模, 优化社会融资结构。间接融资的比例过大, 主要来自银行贷款, 直接融资比例相对较低, 构成了中国面临的长期结构性失衡问题。尽管直接融资近年来一直在增加, 但它占整个融资市场的比例仍然不到 15%, 远低于成熟市场的平均水平。高上市门槛和低上市效率问题, 阻碍了中国企业的直接融资渠道。为了满足融资需求, 企业寻求间接融资渠道, 包括银行贷款。因此, 高昂的资本成本提高了社会的总体负债。引入注册制, 可以降低企业融资成本, 融资方式多样化, 改善中国融资结构, 促进社会资源的有效配置。

3.2.3 实行注册制改革将优化资本市场体系结构与功能

中国的注册制改革是一个循序渐进的过程。中国的注册制改革将是分阶段进行的, 不会一蹴而就。在科创板的试行只是个开端, 对于审核条件的放宽也是有限度的, 短时间内不会完全脱离政府的干预。只有在投资者背景、资本市场基础制度、法律体系等多方面条件成熟之后, 注册制才有可能在更大范围内推行, 在那之前很长的时间内中国的新股发行制度都会是注册制与核准制并行的状态。

注册制改革的影响分析。注册制改革带来的影响是深刻且广泛的:

- 1) 短期来看, 科创板的注册制试点的负面影响主要体现在对于 A 股其他版块尤其是创业板的“吸血效应”, 市场行情在短期内可能面临流动性压力。中长期来看, 市场化程度更高的新股发行制度下, 更多优质企业有望获得融资市场的青睐, 进而获得 IPO 的机会。注册制后海外优质个股与互联网为代表的新兴产业或创投企业有望登陆 A 股为市场长期繁荣打下基础。
- 2) 注册制改革将带来市场估值体系的理性回归: 短期内由于供给增加过高估值个股面临价格下降压力, 长期来看市场的价值发现功能有望改善。
- 3) 注册制改革中市场定价机制更趋“市场化”新股行情将淡化。市场化定价有助于降低一二级市场之间的溢价水平打新、次新股行情将淡化更有利于优质上市企业与优质投行体现价值。
- 4) 注册制改革也将深刻影响产业资本行为。注册制改革下企业融资发行的主动权增加, 市场过热时可能出现增大供给行为; 壳资源价值下降; 加强事后监管倒逼公司治理改善; 同时也促进了产业资本投资一级市场的积极性。



5) 注册制对投资者的专业化水平提出了更高的要求，机构投资者将更具优势。

图表 34. 注册制改革对 A 股的影响分析



资料来源：中银证券

4 投资建议

科创板的推出与注册制的试点将为券商多业务带来增量业绩贡献，利好券商中长期发展。科创板的推出将为券商的多个主营业务带来利好因素：

- 1) 科创板成立后，大批的新上市或转板企业将为券商的投行业务带来增量贡献，尤其利好投行业务强势的龙头券商如中信证券、华泰证券；
- 2) 科创板做为增量市场，市场中的新增成交量将为券商的经纪业务带来增量贡献，尤其利好经纪业务市场份额较高的龙头券商如中信证券、华泰证券；
- 3) 券商的一级市场直投子公司也将受益于科创板的推出，其投资的私募股权项目也增加了科创板这一新的退出途径，将会增加券商的其他业务收入，带来业绩贡献。

资本市场改革扩容，证券行业迎来增量业务，中长期发展将受益。

图表 35. 上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
600030.SH	中信证券	17.44	2,024	1.48	1.41	1.36	1.31	20.28	18.48	19.82	17.10	买入
600837.SH	海通证券	9.73	1,051	1.016	0.95	0.93	0.90	13.91	12.99	19.86	16.78	增持
601211.SH	国泰君安	16.54	1,421	1.40	1.29	1.24	1.19	12.81	14.59	17.23	15.75	增持
601688.SH	华泰证券	17.59	1,354	1.49	1.44	1.36	1.29	20.09	13.58	12.43	11.28	增持
000776.SZ	广发证券	13.85	1,003	1.34	1.24	1.20	1.15	13.14	12.28	17.24	13.08	增持
600999.SH	招商证券	14.23	911	1.59	1.48	1.43	1.38	17.64	16.48	21.56	18.48	增持
601066.SH	中信建投	10.51	727	2.09	1.97	1.74	1.67	14.34	18.97	20.73	18.64	增持
601881.SH	中国银河	7.82	648	1.29	1.23	1.20	1.17	15.38	19.91	27.93	23.70	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.56	1,028	1.97	1.86	1.71	1.58	19.00	22.80	21.71	20.73	增持
002736.SZ	国信证券	9.23	757	1.75	1.61	1.56	1.51	16.61	16.54	24.95	21.98	未有评级
601788.SH	光大证券	10.29	451	1.01	0.98	0.95	0.93	15.75	15.73	19.06	16.87	未有评级
601901.SH	方正证券	5.61	462	1.30	1.23	1.21	1.19	18.10	31.17	31.17	31.17	未有评级
600958.SH	东方证券	9.39	611	1.44	1.24	1.22	1.19	22.90	16.47	33.54	23.48	未有评级
601377.SH	兴业证券	5.24	351	1.11	1.05	1.03	1.00	16.90	15.41	21.83	18.71	未有评级
000728.SZ	国元证券	8.04	271	0.76	1.07	1.04	1.02	11.17	20.10	25.94	22.33	未有评级
601555.SH	东吴证券	7.34	220	1.09	1.06	1.05	1.04	14.68	28.23	56.46	59.43	未有评级
600369.SH	西南证券	3.93	222	1.17	1.14	1.13	1.11	24.56	32.75	43.67	32.75	未有评级
600109.SH	国金证券	8.00	242	1.38	1.28	1.25	1.21	18.65	20.15	23.53	21.05	未有评级
000783.SZ	长江证券	5.82	322	1.26	1.21	1.19	1.17	13.23	20.79	36.38	30.63	中性
000686.SZ	东北证券	7.03	165	1.06	1.05	1.04	1.03	12.12	25.11	50.21	52.86	未有评级
601198.SH	东兴证券	10.71	295	1.61	1.54	1.51	1.49	20.32	22.55	45.09	42.95	未有评级
000750.SZ	国海证券	4.30	181	1.32	1.32	1.31	1.30	17.92	47.78	95.56	91.01	未有评级
601099.SH	太平洋	2.84	194	1.64	1.65	1.65	1.64	28.40	167.06	334.12	351.70	未有评级
002673.SZ	西部证券	8.66	303	1.95	1.72	1.70	1.69	21.65	37.60	75.21	83.56	未有评级
002500.SZ	山西证券	6.63	188	1.53	1.50	1.49	1.48	39.00	47.36	94.71	99.70	未有评级
002797.SZ	第一创业	5.57	195	1.42	2.20	2.18	2.15	20.63	46.42	92.83	97.72	未有评级
601375.SH	中原证券	4.69	145	1.74	1.81	1.79	1.77	21.32	42.64	85.27	89.76	未有评级
600909.SH	华安证券	5.15	186	1.57	1.52	1.50	1.48	24.52	28.61	57.22	60.23	未有评级
601878.SH	浙商证券	8.36	279	2.62	2.06	2.02	1.98	20.39	24.59	49.18	51.76	未有评级
601108.SH	财通证券	8.21	295	1.80	1.45	1.42	1.37	14.93	18.24	36.49	17.10	未有评级
601990.SH	南京证券	9.36	257	2.50	2.47	2.44	2.42	46.80	55.06	110.12	115.91	未有评级
002926.SZ	华西证券	9.37	246	1.65	1.54	1.51	1.48	11.86	19.12	38.24	40.26	未有评级
	大券商		11,373	1.49	1.41	1.34	1.28	16.27	16.58	20.23	17.67	
	行业		17,001	1.51	1.46	1.42	1.38	19.34	29.67	51.85	50.89	
	中小券商		8,511	1.52	1.48	1.46	1.44	20.95	36.53	68.42	68.29	

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2018 年 12 月 3 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



5 风险提示

- 1) 证券行业具有强 Beta 属性，市场持续低迷对证券行业的经纪业务、两融业务、自营业务等主要收入来源业务带来业绩和估值双重压力；
- 2) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 3) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 4) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371