

非银金融

# 推动资本市场和中国经济的深层次改革

——解读科创板征求意见稿

**评级：增持（维持）**

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qizq.com.cn

## 重点公司基本状况

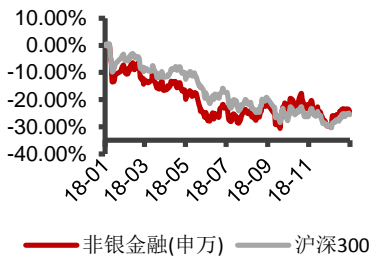
简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
中信证券	17.9	0.86	0.94	0.78	0.87	20.	18.6	22.6	20.2	-	买入
华泰证券	18.8	0.88	1.30	0.99	1.11	21.	14.5	19.1	16.9	-	未评级
国泰君安	16.2	1.21	1.11	0.94	1.03	13.	14.6	17.3	15.8	-	未评级

备注：未评级盈利预测取自 wind 一致预期

## 基本状况

上市公司数	71
行业总市值(百万元)	4587932
行业流通市值(百万元)	2988232

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

<<科创板加速推进，资本市场改革，建议关注券商-中泰金融非银周报-20190127>>2019.01.27

<<中信证券：资产增速稳定，继续看好龙头综合实力提升-2018 业绩快报点评-20190124>>2019.01.24

<<打造开放、有活力、有韧性的资本市场，看好券商-中泰金融非银周报-20190113>>2019.01.13

## 投资要点

- 科创板的宏观意义。1、创新促进经济转型。**传统的以银行为核心的融资体系在利于传统工业和地产基建经济，科技创新、产业升级等新兴经济的发展则需要融资模式的创新，科创板等资本市场制度的创新，正符合中国经济转型的融资要求。**2、创新推动资本市场改革。**作为增量改革的前沿试点，其机制在不断改善成熟后，将延伸至存量领域；资本市场活力将增强。
- 注册制度：上市秉承“包容性原则”；试点注册制。**考虑到科创企业有其自身成长路径和发展规律，在入市条件方面引入“市值”等指标，制定 5 套差异化上市指标，允许非盈利优质企业和同股不同权的红筹企业上市，可以充分激发创新企业活力、畅通市场入口。同时科创板试点注册制，企业上市由上交所审核、证监会注册，可以健全我国多层次资本市场结构，淘汰劣质空壳企业、优化资本市场投资效率。
- 发行定价：强调定价有效性。**一方面，科创板面向机构投资者采取市场化询价原则，提高网下发行配售数量占比强化报价约束，降低网上投资者申购单位提高市场流动性。中小投资者可以通过投资公募基金投资科创板企业。另一方面，鼓励战略配售，为市场引入增量资金、帮助发行人成功发行。同时强化中介机构责任，要求中介机构要在企业发展、上市、上市后的持续经营过程中，发挥更大的作用，保证定价的有效性。
- 交易制度：保障市场流动性良性平衡。**适当放宽涨跌幅限制至 20%、前 5 交易日不设限、引入盘后固定交易价格、上市首日开放融资融券业务、灵活调整单笔申报数量等差异化机制安排，有利于减少被动大额交易盘中对股价的冲击、提高市场定价效率、提振投资者信心，交易机制创新有望实现防止过度投机与保障市场流动性的良性平衡。
- 退市制度：退市从严，促进市场高质量发展。**标准、程序、执行均较为严格，四类标准多维度评估，取消暂停与恢复上市程序，对“空心化”企业严格退市，畅通“出口”，有利于保持市场高质量发展，促进市场与国际接轨，增强对红筹企业境内上市、MSCI&富时罗素境内投资吸引力。
- 投资者保护制度：设立“投资者适当性管理”专章，减持更为谨慎。**为保护投资者合法权益，引入投资者适当性管理制度。明确个人投资者的门槛，包括证券资金规模、股票投资经验及风险承受能力。同时强化证券公司投资者适当性管理义务和责任追究；特定股东减持最长锁定为 5

年，每人每年在 1%以内。

- **信息披露制度：更加完善。**在满足公平交易、保护广大投资者合法权益的前提下，保持科创企业的商业竞争力。明确发行人、保荐人、证券服务机构和交易所在信息披露方面的具体责任。
- **风险提示：**二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。

## 内容目录

一、畅通科创板上市入口，试点注册制 .....	- 4 -
二、发行注重定价有效性，强化中介机构责任 .....	- 6 -
三、交易灵活度提升，提振市场信心 .....	- 8 -
四、退市制度从严，谋求高质量发展 .....	- 9 -
五、设立“投资者适当性管理”专章，减持更为谨慎 .....	- 11 -
六、合理完善的信息披露制度 .....	- 13 -

- 1月30日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，并对《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《科创板上市公司持续监管办法（试行）》征求意见，同时上交所就上海证券交易所设立科创板并试点注册制配套业务规则公开征求意见。

## 一、畅通科创板上市入口，试点注册制

- **整体评价：**一方面，科创板上市秉承“包容性原则”，制定差异化上市标准、允许亏损优质企业、同股不同权企业、红筹企业上市，可以充分激发创新企业活力，畅通市场入口。同时，科创板试点注册制，企业上市由上交所审核、证监会注册，可以健全我国多层次资本市场结构，淘汰劣质空壳企业、优化资本市场投资效率。
- **上市体现“多元包容”原则：**
  - 1、**科创板制定 5 套差异化上市标准：**强调以市值为核心的指标体系和财务指标经营条件，企业经营的确性越高，经营成果越好，对市值的要求越低，可以满足各类科创企业上市需求。
  - 2、**允许尚未盈利或存在累计未弥补亏损的优质企业在科创板上市；**不再对无形资产占比进行限制。可以提高尚未盈利科技企业的直接融资比例，促进企业孵化发展。
  - 3、**允许同股不同权企业上市，**并予以必要的规范约束。
  - 4、**允许红筹企业通过发行 CDR 的方式上科创板，**条件即采用 2018 年 6 月出台的《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等配套规则。一方面可以保证国内科技公司创始人对公司的控制，推动公司持续创新；同时也可以鼓励国外优质红筹企业回归国内市场。
  - 5、**上市公司子公司可分拆上科创板。**科创公司募集资金应当用于主营业务，重点投向科技创新领域。
- **科创板试点注册制：**
  - 1、**企业上市由上交所审核、证监会注册。**目前初步预期的审核周期在 6-9 个月，证监会在上交所审核通过后 20 个工作日内完成注册。这与目前香港的制度较为类似，提升了企业注册发行上市的效率。
  - 2、**设置科创板上市委员会与科技创新咨询委员会。**其中，上市委员会与上交所发行上市审核机构共担科创板企业上市审核职责，审核机构承担主要审核职责、提出明确的审核意见，上市委侧重于通过审议会议等形式，审议交易所审核机构提出的审核报告，发挥监督制衡作用。咨询委将根据上交所上市推广及发行上市审核工作的需要，提供专业咨询意见。
- **与主板、创业板等的比较。**
  - 1、**针对主体类型：**主要是成长性科创企业；
  - 2、**上市制度：**之前主板、中小板、创业板均为核准制，科创板为首次施行注册制的场内市场。
  - 3、**财务要求：**科创板要求较主板创业板更加灵活包容，结合“市值、收入、净利润、现金流、核心技术”等多重指标实现差异化评定，企业经营的确性越高，经营成果越好，对市值的要求越低。



图表：各市场上市条件比较

	主板	中小板	创业板	新三板	科创板
市场类型	场内市场	场内市场	场内市场	场外市场	场内市场
公司类型	大型成熟企业	中型企业	高成长性、创新性企业中小企业	非上市企业	成长型科创企业
上市制度	核准制	核准制	核准制	注册制	注册制，上交所负责审核，证监会 20 天决定是否注册
存续期	3 年	3 年	3 年	2 年	3 年
盈利要求	最近 3 个会计年度连续盈利，且累计净利润>3000 万；或营业收入累计>3 亿	最近 2 年连续盈利，累计净利润≥1000 万；或者最近 1 年盈利，最近 1 年营业收入≥5000 万；	最近两个完整会计年度的营业收入累计不低于 1000 万元；因研发周期较长导致营业收入少于 1000 万元，但最近一期期末净资产不少于 3000 万元的除外	最近两个完整会计年度的营业收入累计不低于 1000 万元；因研发周期较长导致营业收入少于 1000 万元，但最近一期期末净资产不少于 3000 万元的除外	允许符合科创板定位的、尚未盈利或存在累计为弥补亏损的企业上市，按照市值指定 5 套标准： (一) 预计市值≥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 万元或最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元； (二) 预计市值≥15 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%； (三) 预计市值≥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； (四) 预计市值≥30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元； (五) 预计市值≥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，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，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。
现金流要求	最近 3 个会计年度经营活动现金流量净额累计>5000 万	无	无	每一个会计期间内形成与同期业务相关的持续营运记录，不能仅存在偶发性交易或事项	无
净资产要求	最近一期末无形资产占净资产比≤20%；最近一期末不存在未弥补亏损；	最近一期末净资产≥2000 万，且不存在未弥补亏损；	最近一期末净资产≥2000 万，且不存在未弥补亏损；	报告期末每股净资产不低于 1 元/股	无

资料来源：沪深交易所，中泰证券研究所

## 二、发行注重定价有效性，强化中介机构责任

- **整体评价：**科创板发行环节强调定价有效性，遵循市场化定价询价原则，打

破了现有市场发行 23 倍市盈率的限制，同时通过网下配售等限制强化市场有效约束。通过中介机构资本约束方式，消除发行人和主承销商之间的利益捆绑，形成长期资金引领作用，促进市场价格稳定。采用战略配售机制和超额配售选择权，充分发挥承销商的价值发现功能，实现新股合理与高效的定价。

- **强调定价有效性，市场化定价询价。**目前我国 A 股市场 IPO 定价有较明显的抑价，主要原因是核准制下企业上市门槛高、一二级市场间存在较大价差，新股上市后易被炒作，定价时询价对象为了获得配售机会倾向于抬高报价，2009 年证监会曾实行 IPO 价格市场化询价，结果新股定价持续攀升；2014 年以后 IPO 定价再次受到限制，23 倍市盈率成为标准。本次科创板新股定价机构投资者为参与主体，首次公开发行询价对象限定在证券公司、基金公司等七类专业机构。同时强化网下报价的信息披露和风险揭示，促进价格充分发现、提高网下发行配售数量占比、并降低网上投资者申购单位。

**图表：科创板网下发行比例规定**

公开发行后总股本不超过 4 亿股的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 70%；
公开发行后总股本超过 4 亿股或者发行人尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 80%；
应当安排不低于本次网下发行股票数量的 40% 优先向公募基金、社保基金和养老金配售；
公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金有效申购不足安排数量的，发行人和主承销商可以向其他符合条件的网下投资者配售剩余部分；
对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得配售的比例应当相同。公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者；安排向战略投资者配售股票的，应当扣除向战略投资者配售部分后确定网下网上发行比例。

资料来源：证监会，中泰证券研究所

- **中介机构“保荐+跟投”，推动中介机构谨慎定价、保荐和审慎，防止短期套利冲动。**科创板试行保荐人相关子公司的“跟投”制度，明确中介机构通过子公司使用自有资金进行跟投，跟投比例在 2-5%，锁定期两年。当前海外市场只有韩国引入了这一机制。通过中介机构资本约束方式，可以消除发行人和主承销商之间的利益捆绑，杜绝发行价格虚高情况，促进市场价格稳定。同时可以迫使券商在承销时更加认真、审慎，倒逼券商提高自身的资金实力、研究能力、合规风控能力。
- **鼓励战略投资者和发行人高管、核心员工参与战略配售，引入市场稳定增量资金。**1、**放宽战略配售实施条件**，战略配售首次公开发行股票数量在 1 亿股以上的，可以向战略投资者配售。战略投资者配售股票的总量超过本次公开发行股票数量 30% 的，应当在发行方案中充分说明理由。首次公开发行股票数量不足 1 亿股，战略投资者获得配售股票总量不超过本次公开发行股票数量 20% 的，可以向战略投资者配售。2、**引入绿鞋机制**，发行人和主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权，采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的 15%。绿鞋机制可

以防止新股上市后股价跌破发行价以下，增强参与一级市场认购的投资者信心，实现新股股价由一级市场向二级市场的平稳过渡。**3、允许发行人高管与员工通过专项资产管理计划，参与发行人股票战略配售。**根据境内外实践经验，向战略投资者配售这一安排，在引入市场稳定增量资金、帮助发行人成功发行等方面富有实效。建立发行人高管与核心员工认购机制，有利于向市场投资者传递正面信号。

图表：科创板企业相关发行条件

科创板	
股本总额	发行后股本总额 $\geq$ 3000 万
首发比例	首次公开发行的股份达到公司股份总数的 25%以上，公司股本总额超过人民币 4 亿元的，首次公开发行股份的比例为 10%以上；
定价	市场化询价定价，仅限机构投资者参与
网下配售	提高网下配售占比至 60-80%（回拨后）
战略配售	1 亿股以上，战略配售 30%；1 亿股一下不超过 20%。高管员工可直接参与。
券商跟投	券商通过子公司使用自有资金进行跟投，跟投比例 2-5%，锁定期 2 年。设立投行自律委员会。

资料来源：证监会，上交所，中泰证券研究所

### 三、交易灵活度提升，提振市场信心

- 科创板进行必要的交易机制创新，防控过度投机、保障市场流动性、为主板交易机制改革积累经验。我们认为，交易制度整体向国外成熟的资本市场逐步靠近，放宽跌停板、优化融券机制，有利于发挥市场功能，改善单向交易带来的波动增大，有利于中长期资金入市，引导价值投资。
- 具体要点总结如下：
  - 1) 个人投资者参与交易与沪港通标准类似，即证券账户及资金账户的资产不低于人民币 50 万元并参与证券交易满 24 个月，鼓励未满足要求投资者通过购买公募基金等方式参与科创板，我们认为，发挥专业资产管理机构能力，延续此前 CDR 基金模式，有利于保护中小投资者权益。
  - 2) 适当放宽涨跌幅限制至 20%，新股上市后的前 5 个交易日不设涨跌幅限制，灵活申报价格最小变动单位，同时引入盘后固定价格交易，我们认为，单日价格波动放开配套降低低价股的买卖价差以及交易分散机制，市场流动性、专业性、灵活性均有望提升。
  - 3) 首日放开融券，对“单边市”关注度提升，我们认为，可以期待后续股指期货等衍生品标的试点，进一步优化风险对冲功能。
- 境内外对标，提振投资者信心。国际对标来看，涨跌幅放开释放积极信号，放开融券期待多空平衡，国内对表来看，科创板在投资者角度对标沪伦通，交易方式及单笔交易选择更为多元化。



**图表：科创板与主板、中小板、创业板、沪港通、沪伦通交易制度对比**

标准	主板	中小板	创业板	沪港通	沪伦通	科创板
交易机制	T+1					
交易方式	竞价交易、大宗交易					竞价交易、大宗交易、盘后固定价格交易（按照时间优先顺序对收盘定价申报进行撮合，并以当日收盘价成交的交易方式）
涨跌幅限制	10%，ST股票交易日涨跌幅限制5%。				10%，但全天休市达到或者超过7个自然日的，其后首个交易日的涨跌幅比例放宽至20%	20%，上市前5个交易日不受限
融资融券	一、在交易所上市交易超过3个月； 二、融资买入标的股票的流通股本不少于1亿股或流通市值不低于5亿元，融券卖出标的股票的流通股本不少于2亿股或流通市值不低于8亿元； 三、股东人数不少于4000人； 四、在最近3个月内没有出现下列情形之一： 1. 日均换手率低于基准指数日均换手率的15%，且日均成交金额小于5000万元； 2. 日均涨跌幅平均值与基准指数涨跌幅平均值的偏离值超过4%； 3. 波动幅度达到基准指数波动幅度的5倍以上。					首日开放两融
异常波动认定	连续3个交易日内日收盘价格涨跌幅偏离值累计达到±20%的					连续3个交易日内日收盘价格较基准指数偏离值累计达到±30%
股数	限价100-1000000股					限价200-100000股，市价200-50000股
投资者	须是具有了两年或者以两年以上的股票交易经验的自然人			个人投资者申请权限开通前20个交易日日均不低于人民币50万元，其中不包括该投资者通过融资融券交易融入的资金和证券	个人投资者应当符合申请权限开通前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300万元	参与证券交易24个月以上，个人投资者申请权限开通前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（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）

资料来源：上交所，深交所，中泰证券研究所

## 四、退市制度从严，谋求高质量发展

- 科创板吸收了最新的退市改革成果，执行严格退市制度，促进市场优胜劣汰，健康发展。**我们认为：1）配合注册制，畅通“入口”“出口”，有利于构建更为平给的资本市场供给体系；2）“空心化”企业“壳”价值见底，有利于遏制恶意投机，引导投资者的投资理念也趋于理性。3）退市制度的严格执行，有利于促进市场与国际接轨，吸引企业通过 CDR 境内上市，增强对 MSCI、富时罗素等外资吸引力。

- 具体要点总结如下：**

**1) 执行更为严格标准：**与 2018 年 11 月退市新规保持一致，明确了信息披露重大违法和公共安全重大违法等重大违法类退市情形，新增在市场指标中综合考虑成交量、价格、股东人数、市值，财务指标不适用于单一连续亏损退市指标体系，根据交易所细则，采取风险警示财务指标要求为：（一）最近一个会计年度经审计的扣除非经营性损益之前或者之后的净利润（含被追溯重述）为负值，且最近一个会计年度经审计的营业收入（含被追溯重述）低于 1 亿元；（二）最近一个会计年度经审计的净资产（含被追溯重述）为负值；

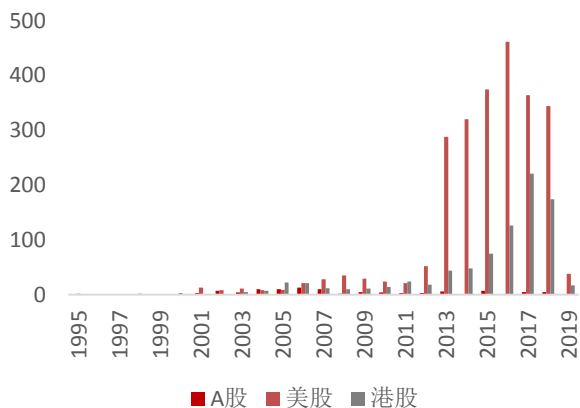
**2) 程序更为严格：**相比退市新规，提出科创板企业触及终止上市标准

的，股票直接终止上市，不再适用暂停上市、恢复上市、重新上市程序；触及财务类指标第一年风险警示、第二年直接退市；

3) 关注“空心化”企业，严格执行：科创板退市制度特别规定，如果上市公司营业收入主要来源于与主营业务无关的贸易业务或者不具备商业实质的关联交易收入，有证据表明公司已经明显丧失持续经营能力，将按照规定的条件和程序启动退市。

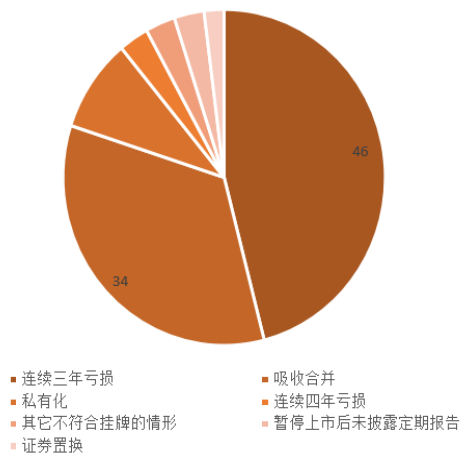
■ 退市机制对于中国资本市场的资产定价以及财富管理均有十分重要的意义，严格执行的退市制度有利于市场的健康发展。此次延续 11 月退市新规以来对执行层面效率提升的要求，长期来看，有望改善此前 A 股退市多数由于吸收合并，业绩不佳或、欺诈等违法犯罪以及主动退市占比较少的不均衡状况，补齐短边力度持续加大，\*ST 长生重大违法已实施强制退市未来市场“有序进出、去伪存真”，竞争环境更加公平有效。

图表：A 股与美股、港股相比数量数量较少



来源：wind, choice, 中泰证券研究所

图表：A 股退市结构



来源：wind, 中泰证券研究所

■ 国际对标来看，科创板综合考虑市场与财务，严格执行最为关键：指标方面 1) 美股、A 股市场退市标准均采取量化及非量化指标相结合的方式，而港股市场仅采用非量化退市标准；2) 从量化指标来看，美股侧重于在市值、股东人数及股价方面市场类数据，而 A 股主要关注单一连续亏损财务指标 3) 从非量化指标来看，美股、港股均采用多维度考虑；执行方面：截止 2018 年年末 A 股市场累计退市企业 100 家，而累计 ST 企业 814 家，而美股、港股累计同期退市数量别为 2418/834 家，整体效率有待提升，从强制退市原因来看，49%由于财务不达标，34%由于

吸收合并，后续关注执行力度加深。

- **国内对标来看：指标更为全面，周期缩短提升效率。** 财务类指标更加强调退市预警，指标周期进一步缩短，关注主营业务及研发收入情况，交易类指标新增交易股东数量；规范类指标同样缩短期限，整体从严退市，促进市场优胜劣汰。

图表：科创板与主板、中小板、创业板退市制度对比

标准	退市风险警示处理			暂停上市			终止上市				
	上交所主板	科创板	科创板	主板	中小企业板	创业板	主板	中小企业板	创业板	科创板	
财务类	连续亏损	两年	(一) 近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益之前或者之后的净利润(含被追溯重述)为负值,且最近一个会计年度经审计的营业收入(含被追溯重述)低于1亿元;	三年			四年(或被暂停上市后未在法定期限内披露首个年报)				(一) 主营业务大部分停滞或者规模极低; (二) 经营资产大幅减少导致无法维持日常经营; (三) 营业收入或者利润主要来源于不具备商业实质的关联交易; (四) 营业收入或者利润主要来源于与主营业务无关的贸易业务; (五) 其他明显丧失持续经营能力的情形
	净资产为负	一年	(二) 最近一个会计年度经审计的净资产(含被追溯重述)为负值;	/	/	一年	两年(或净资产为正但扣除非经常性损益后净利润为负)、(或被暂停上市后未在法定期限内披露首个年报)		两年(或被暂停上市后未在法定期限内披露首个年报)		
	营业收入低于1000万元	两年	(三) 上市公司营业收入主要来源于与主营业务无关的贸易业务或者不具备商业实质的关联交易收入,公司明显丧失持续经营能力的; (四) 研发型上市公司主要业务、产品或者所依赖的基础技术研发失败或者被禁止使用;	三年	三年	/	四年(或被暂停上市后未在法定期限内披露首个年报)		/		
交易类	成交量过低		上市公司出现连续90个交易日(不包含公司股票停牌日)通过本所交易系统实现的累计股票成交量低于150万股的,应当在下一交易日发布公司股票可能被终止上市的风险提示公告,其后每个交易日披露一次,	/	/	/	连续120个交易日累计成交量低于500万股	连续120个交易日累计成交量低于300万股	连续120个交易日累计成交量低于100万股	连续120个交易日累计成交量低于200万股	
	收盘价V.S每股面值,每日市值		上市公司连续10个交易日(不包含公司股票停牌日)出现每日股票收盘价均低于股票面值、每日股票市值低于3亿元;	/	/	/	连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值			连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值,每日股票市值低于3亿元;	
	交易股东数量		上市公司连续10个交易日(不包含公司股票停牌日)出现每日股东数量低于400人。							连续20个交易日股东数量低于400人	
规范类	审计报告为否定或无法表示意见	一年		两年			三年(或被暂停上市后未在法定期限内披露首个年报)		两年半		一年
	未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载		两个月	四个月			六个月				四个月
	未在法定期限内披露年度报告或中期报告		两个月	四个月			六个月		三个月		四个月
	连续20个交易日股权分布不符合上市条件		此后公司在股票停牌1个月内仍未解决	方案公布后六个月仍不符合上市条件			暂停上市后六个月仍不符合上市条件		暂停上市后六个月仍不符合上市条件		

来源：上交所，深交所，中泰证券研究所

## 五、设立“投资者适当性管理”专章，减持更为谨慎

- 设立了“投资者适当性管理”专章。考虑到科创板企业的特点，为保护投资者合法权益，引入投资者适当性管理制度。明确个人投资者的门槛，

包括证券资金规模、股票投资经验及风险承受能力。同时强化证券公司投资者适当性管理义务和责任追究。

■ 具体要点总结如下：

**1) 个人投资者的适当性条件。**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(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券)且参与证券交易满 24 个月。未满足适当性要求的投资者，可通过购买公募基金等方式参与科创板。

**2) 会员券商对个人投资者进行综合评估，进行充分风险揭示。**重点评估个人投资者是否了解科创板股票交易的业务规则与流程，以及是否充分知晓科创板股票投资风险。动态跟踪，至少每两年进行一次风险承受能力的后续评估。

**3) 对科创企业股份减持作出了更有针对性的安排：**1) 首发前限售期 12 月，为保持控制权和技术团队稳定，锁定期 3 年；2) 对尚未盈利公司，股东不得减持首发前股份，但公司上市届满 5 年的，不再受此限制；3) 二级市场集合竞价、大宗交易方式减持比例每人每年 1%，同时拟引导其创投基金等股东通过非公开转让方式向机构投资者进行减持，不再限制比例和节奏，受让股份锁定 12 个月。

■ **与主板、创业板等的比较。**投资者适当性管理从严格的顺序依次为主板、创业板和科创板：科创板对于投资者的资金量和交易年限有明确的要求；创业板有一定要求，但不强制；主板的要求最低；对于减持方面，科创板进一步趋严，限售期最长 5 年、集合竞价、大宗转让比例小于现行，同时新增非公开转让设置 12 月锁定期大于现行大宗 6 个月锁定期，有利于股权结构稳定，

图表：与主板、创业板的比较

		主板	创业板	科创板
投资者适当性	投资者要求	无	具备两年交易经验，设置两个交易日的冷静期；不足两年会员应当进行劝导，设置五个交易日的冷静期。	明确规定个人投资者的适当性条件，要求申请权限开通前 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，并且参与证券交易 24 个月以上。未满足适当性要求的投资者，可通过购买公募基金等方式参与科创板。
	会员职责	一般风险提示	投资者本人临柜办理，会员当面提示风险，投资者签署风险揭示书，并抄录有关声明。会员进行交易权限管理，持续跟踪投资者交易情况，至少两年进行一次风险评估。	会员应当对投资者是否符合科创板股票投资者适当性条件进行核查，并对个人投资者的资产状况、知识水平、风险承受能力和诚信状况等进行综合评估。动态跟踪和持续了解个人投资者交易情况，至少每两年进行一次风险承受能力的后续评估。会员应当通过适当方式，向投资者充分揭示科创板股票交易风险事项，要求首次委托

				买入科创板股票的客户，以纸面或电子形式签署科创板股票风险揭示书，风险揭示书应当充分揭示科创板的主要风险特征。
--	--	--	--	--

资料来源：证监会，中泰证券研究所

## 六、合理完善的信息披露制度

- **合理完善的信息披露制度。**在满足公平交易、保护广大投资者合法权益的前提下，保持科创企业的商业竞争力。明确发行人、保荐人、证券服务机构和交易所在信息披露方面的具体责任。

- 具体要点总结如下：

1) **发行人是信息披露第一责任人，应当保证信息披露的真实性、准确性和完整性。**科创板采用更有针对性的信息披露制度。在共性的信息披露要求基础上，着重针对科创企业特点，强化行业信息、核心技术、经营风险、公司治理、业绩波动等事项的信息披露，并在信息披露量化指标、披露时点、披露方式、暂缓豁免披露商业敏感信息、非交易时间对外发布重大信息等方面，作出更具弹性的制度安排，保持科创企业的商业竞争力。此外，**科创板强化了减持信息披露。**在保留现行股份减持预披露制度的基础上，要求特定股东减持首发前股份前披露公司经营情况，向市场充分揭示风险。控股股东和实际控制人应当积极配合科创公司履行信息披露义务，不得要求或者协助科创公司隐瞒重要信息。

2) **保荐人、证券服务机构对发行人的信息披露承担把关责任。**科创板采用更加严格的保荐机构持续督导职责。细化对于上市公司重大异常情况的督导和信息披露责任。要求保荐机构关注上市公司日常经营和股票交易情况，督促公司披露重大风险，就公司重大风险发表督导意见并进行必要的现场核查。保荐人承担“看门人”职责，按照依法制定的业务规则和行业自律规范的要求，对发行上市申请文件进行全面核查验证，确保发行上市申请文件及所披露信息的真实、准确、完整。证券服务机构要确保相关信息披露文件及所披露信息的真实、准确、完整。将发行人的诚信责任和中介机构的把关责任落实到位，是发行上市监管的重要目标，也是注册制试点的改革方向。

3) **交易所将从充分性、一致性和可理解性的角度，对发行上市申请文件进行信息披露审核，以督促发行人及其保荐人、证券服务机构真实、准确、完整地披露信息，提高信息披露质量。**试点注册制下，交易所将承担股票发行上市审核职责。坚持以信息披露为中心。注册制下的发行上市审核，在关注相关发行条件和上市条件的基础上，将以信息披露为重点，更加强化信息披露监管，更加注重信息披露质量，切实保护好投资者权益。交易所着重从投资者需求出发，从信息披露充分性、一致性和可理解性角度开展审核问询，督促发行人及其保荐人、证券服务机构真实、准确、完整地披露信息。这样的审核过程，是一个提出问题、回答问题，相应地不断丰富完善信息披露内容的互动过程；是震慑欺诈发

行、便利投资者在信息充分的情况下作出投资决策的监管过程。

- **与主板、创业板等的比较。**创业板比主板有更加严格的信息披露要求，强调上市公司应充分披露核心技术变化可能造成的影响及风险。科创板对信息披露的要求更高，并针对科创企业特点，作了差异化和更具弹性的规定。

图表：与主板、创业板的比较

	主板	创业板	科创板
信息披露	信息披露基本规范	比主板市场更为严格的信息披露要求。创业板临时报告实行实时披露制度。定期报告采取业绩快报制，提高信息披露的及时性。强调要披露内控制度检查意见及募集资金专项审核报告。遵守公平信息披露原则。针对创业板部分科技型企业对核心技术的依赖程度较高的特点，创业板特别强调了上市公司应充分披露核心技术变化可能造成的影响及风险。	<p><b>一是确立信息披露的基本规范。</b>强调了信息披露应当遵循的真实、准确、完整、及时、公平“五大基本原则”。在确保公平披露的前提下，便利科创企业开展商业活动。</p> <p><b>二是强化行业信息披露。</b>通过定期报告和临时公告，披露行业发展状况及技术趋势、公司经营模式及核心竞争力、研发团队和研发投入等重要信息。特别规定方面，强调了公司进入新行业或主营业务发生变更的专项披露要求。</p> <p><b>三是突出经营风险披露。</b>针对科创类上市公司日常经营过程中可能遭遇的重大经营风险，提出相应的披露要求。</p> <p><b>四是增加股权质押高风险情形的披露。</b>要求质押比例较高的股东，全面披露质押股份的基本情况、质押金额的用途、自身财务状况、控股股东质押对控制权的影响等内容。</p> <p><b>五是优化重大交易与关联交易的披露及决策程序。</b>针对科创板公司上市时可能尚未盈利的情况，规定未盈利企业重大交易豁免适用利润类指标。从严监管关联交易，适度扩展了关联人的认定范围，并对关联交易披露及审议指标予以适当调整。将现行的成交金额/净资产指标，调整为成交金额/总资产或市值。</p>

资料来源：证监会，中泰证券研究所

- **风险提示：**二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。