

行业研究/深度研究

2019年02月01日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)  
证券Ⅱ 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

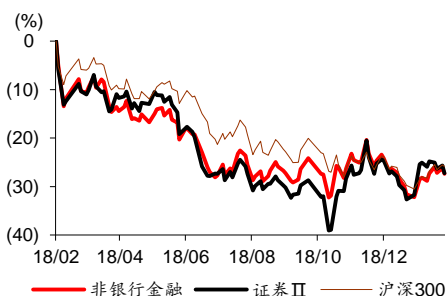
**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
研究员 0755-82713386  
liuxuefei@htsc.com

**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1 《银行/非银行金融: 行业周报(第四周)》  
2019.01
- 2 《非银行金融: 优化制度安排, 缓释股票质押风险》2019.01
- 3 《银行/非银行金融: 行业周报(第三周)》  
2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 从制度建设跨越看新龙头崛起

## 证券行业新龙头系列三——科创板制度研究

### 科创板增量改革补短板促活力, 引领资本市场制度建设新一轮跨越

2019年1月30日, 证监会和上海证券交易所发布科创板总体实施意见和配套制度征求意见稿。配套制度具体涵盖发行上市审核、发行承销、上市规则、交易规则、信息披露等多维度。设立科创板并试点注册制, 对增强资本市场服务关键核心技术创新能力、完善资本市场基础制度、推动高质量发展意义重大。科创板自上而下引领市场制度建设实现历史跨越, 在上市标准、定价机制、配售机制、涨跌幅限制、信息披露、退市监管等方面做出差异化安排, 贯彻市场化、法制化纲领。制度变革为证券行业注入源源动能, 未来投资银行核心价值将更加凸显, 行业马太效应势必随之加剧。

### 新股发行开启注册制篇章, 信息披露兼顾实质与形式

从发行制度看, 兼顾发行与上市, 上交所负责发行审核, 证监会履行注册程序, 尊重市场价值判断。五类上市标准重点体现包容性, 定价机制遵循市场化原则, 充分彰显企业价值。承销依赖承销商专业能力, 承销商和发行人高管员工跟投机制, 推动收益风险共担和有效约束。从信息披露看, 坚持信息披露为中心原则, 并重实质与形式。信息披露从投资者需求出发, 从充分性、一致性和可理解性开展审核问询, 注重披露真实、准确、完整。压实压实中介责任, 建立保荐人资格和新股发行信息披露质量挂钩机制, 延长保荐人持续督导期, 强化中介机构“看门人”作用。

### 交易制度强化市场机制, 退市制度从严设计提升执行水平

从交易制度看, 日涨跌幅限制适当放宽至20%, 上市前五日不设涨跌幅, 发挥市场价值发现功能。融券交易机制优化, 平衡多空双方实力, 提高市场定价效率。交易方式采取竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易三维模式, 做市商制度稳步探索, 逐渐激发市场活力。从退市机制看, 退市标准落实从严性, 从标准、程序和执行三方面严格规范。“重大违法+市场指标+财务指标+合规指标”的退市标准丰富完整, 有效筛选劣质企业。退市时间压缩程序严格, 强制退市企业将永久退市, 大幅提升执行水平。同时完善中介追责和投资者保护, 充分保障投资者信心。

### 变革驱动投行高阶转型, 捕捉改革中崛起的新龙头

券商是市场制度革新和建设完善的践行者和受益者。科创板带来深刻变革, 其中以定价功能和配售制度为代表的制度设计, 对券商定价权、业务实力、资本实力等方面都提出更高要求, 驱动行业向现代投行的高阶转型。未来现代化投行将从倚靠牌照优势向强化综合竞争力转型, 有望拓宽业务边界、构筑业务壁垒, 打造全生命周期大投行体系。高阶转型中行业分化随之加大, 具备创新基因、资源禀赋和业务实力三大维度优势有望崛起成为新时代下的新龙头。推荐中信、招商、中信建投。

风险提示: 市场波动风险, 制度推进不如预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	18.26	买入	0.94	0.78	0.98	1.14	19.43	23.41	18.63	16.02
600999.SH	招商证券	14.41	买入	0.86	0.55	0.71	0.87	16.76	26.20	20.30	16.56
601066.SH	中信建投	11.68	增持	0.53	0.40	0.54	0.63	22.04	28.93	21.63	18.54

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

全文逻辑脉络及核心观点 .....	4
增量改革补短板促活力，引领资本市场制度建设新一轮跨越 .....	6
制度变革多维度统筹推进，坚持市场化法制化纲领 .....	7
1. 科创板多维度制度一览 .....	7
2. 多层次资本市场和健全的制度体系是资本市场基础 .....	9
3. 新股发行改革：开启注册制新篇章 .....	11
3.1 发行上市：流程提质增效，并重发行与上市 .....	11
3.2 审核模式：走出监管“背书”，提升市场判断 .....	12
3.3 上市标准：增加盈利包容，重视综合指标 .....	12
3.4 定价标准：移除隐性红线，回归市场定价 .....	13
3.5 承销水平：转入买方市场，重视承销能力 .....	14
4. 信息披露改革：兼顾实质与形式 .....	15
4.1 首次上市披露：注重实质披露，强化风险警示 .....	15
4.2 持续性披露：加强多元完善，注重投资价值 .....	16
5. 交易制度改革：减少监管限制，强化市场机制 .....	16
5.1 涨跌幅：放松人为干预，加强保障机制 .....	16
5.2 做空机制：完善做空手段，平衡双方实力 .....	17
5.3 交易执行：探索做市机制，释放市场活力 .....	18
5.4 成交制度：延续 T+1 交易，合理防范风险 .....	18
5.5 停复牌机制：统筹公平与效率，重视有效执行 .....	19
5.6 投资者门槛：平衡保护与公平，强化考核有效性 .....	19
6. 退市改革：从严设计规则，提升执行水平 .....	20
6.1 衡量指标：重视市场指标，强调执行力度 .....	20
6.2 机构追责：强化市场约束，树立惩罚预期 .....	21
6.3 投资者保护：完善投资者保护，增强市场信心 .....	22
券商是制度践行者和受益者，变革驱动投行高阶转型 .....	23
1. 追溯投行历史脉络：政策引导市场增量，影响行业格局 .....	23
1.1 IPO 业务发展演绎 .....	23
1.2 再融资业务发展演绎 .....	24
1.3 并购重组发展演绎 .....	25
2. 审视投行现时瓶颈：业务同质化竞争，综合能力待完善 .....	26
3. 明辨投行转型趋势：科创板等政策红利驱动高阶转型 .....	27
3.1 把握政策红利窗口期，拓宽投行业务边界 .....	27
3.2 构筑投资银行核心价值，驱动综合竞争力提升 .....	27
按图索骥捕捉科创板改革浪潮中崛起的龙头券商 .....	29

## 图表目录

图表 1: 全文逻辑图 .....	5
图表 2: 科创板发行上市相关制度梳理 .....	7
图表 3: 科创板信息披露相关制度梳理 .....	8
图表 4: 科创板交易机制相关制度梳理 .....	8
图表 5: 科创板退市机制及其他相关制度梳理 .....	8
图表 6: 中国、美国多层次资本市场对比 .....	9
图表 7: 中国、英国多层次资本市场对比 .....	10
图表 8: 中国、香港多层次资本市场对比 .....	10
图表 9: 中国、台湾多层次资本市场对比 .....	11
图表 10: 发行上市流程对比 .....	11
图表 11: 审核模式对比 .....	12
图表 12: 上市标准对比 .....	13
图表 13: 定价标准对比 .....	14
图表 14: 首次上市信息披露对比 .....	15
图表 15: 持续性信息披露对比 .....	16
图表 16: 涨跌幅制度对比 .....	17
图表 17: 做空制度对比 .....	17
图表 18: 交易执行对比 .....	18
图表 19: 成交制度对比 .....	18
图表 20: 退市指标对比 .....	20
图表 21: 中介机构追责对比 .....	21
图表 22: 投资者保护对比 .....	22
图表 23: 2000-2017IPO 募集资金金额 .....	24
图表 24: 2000-2017 再融资 (增发+配股) 募集资金金额 .....	25
图表 25: 2018 年投行业务相关政策 .....	27
图表 26: 按图索骥, 甄选标的 .....	29

## 全文逻辑脉络及核心观点

**科创板细则出炉，资本市场制度建设新一轮跨越开启。新的时代契机下，证券行业将迎来向着现代投资银行转型发展的战略机遇。**

证券行业，最熟悉的陌生人。尽管行业向上改善已成共识，但动能源泉和发展节奏仍存分歧，在向上脉冲中甄选龙头公司更是难点所在。其实，行业发展，制度先行，市场制度改革驱动行业向上。科创板和注册制试点携变革浪潮而来，自上而下引领市场制度建设新一轮跨越，为证券行业注入源源动能。本文是寻找新时代的证券新龙头系列报告之三，深入科创板刻画的资本市场制度转折脉络，前瞻预判变革驱动下券商行业长远走向，捕捉改革浪潮中崛起的龙头券商。

### 科创板增量改革补短板促活力，引领资本市场制度建设新一轮跨越

科创板是资本市场增量改革，对症下药解决我国资本市场症结，补齐资本市场服务新经济企业短板，遵循市场化运行机制激发市场活力，着力构造市场化运作、良性循环的增量市场。科创板具有改革先锋作用，有望以增量倒逼存量改革，最终引导资本市场循序渐进实现历史跨越。

### 制度变革多维度统筹推进，坚持市场化法制化纲领

从发行制度看，科创板兼顾发行与上市，上交所负责发行审核，证监会履行注册程序，尊重市场价值判断。五类上市标准重点体现包容性，定价机制遵循市场化原则，充分彰显企业价值。承销依赖承销商专业能力，承销商和发行人高管员工跟投机制，推动收益风险共担和有效约束。

从信息披露看，坚持信息披露为中心原则，并重实质与形式。信息披露从投资者需求出发，从充分性、一致性和可理解性开展审核问询，注重披露真实、准确、完整。压实压严中介责任，建立保荐人资格和新股发行信息披露质量挂钩机制，延长保荐人持续督导期，强化中介机构“看门人”作用。

从交易制度看，日涨跌幅限制适当放宽至20%，上市前五日不设涨跌幅，发挥市场价值发现功能。融券交易机制优化，平衡多空双方实力，提高市场定价效率。交易方式采取竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易三维模式，做市商制度稳步探索，逐渐激发市场活力。

从退市机制看，退市标准落实从严性，从标准、程序和执行三方面严格规范。“重大违法+市场指标+财务指标+合规指标”的退市标准丰富完整，有效筛选劣质企业。退市时间压缩程序严格，强制退市企业将永久退市，大幅提升执行水平。同时完善中介追责和投资者保护，充分保障投资者信心。

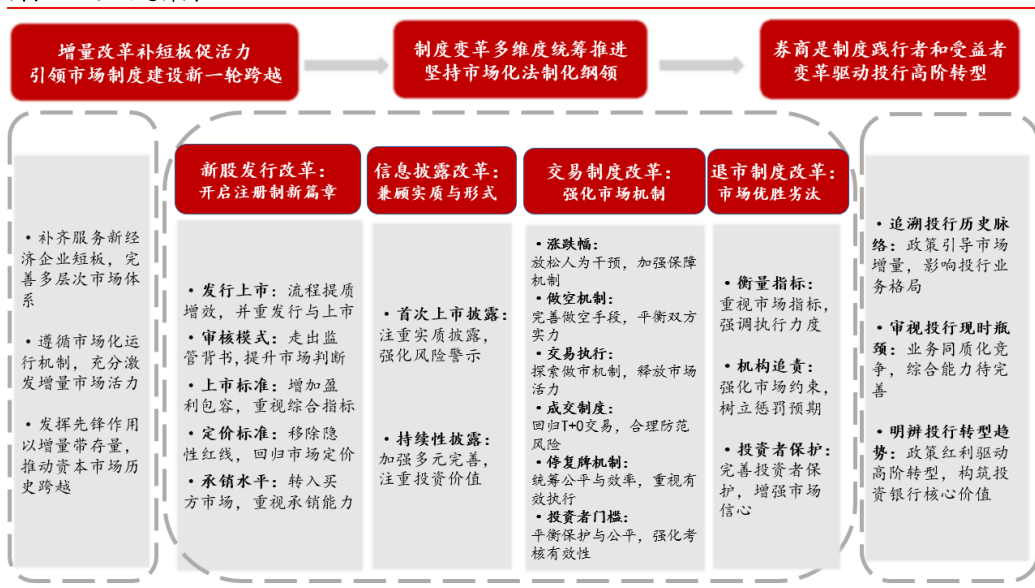
### 券商是制度践行者和受益者，变革驱动投行高阶转型

券商是资本市场制度革新和建设完善的核心践行者和受益者。科创板和注册制试点带来市场深刻变革，其中以定价功能和配售制度为代表的制度设计，构筑投资银行在新股发行中的核心地位，驱动券商投行业务高阶转型。我们鉴往知来辨明变革中投行发展脉络，观科创板引领的投行转型步伐：追溯历史经验，监管政策对券商投行的战略方向及业务节奏影响深远。审视发展瓶颈，当前投行正面临业务同质化竞争、综合能力不完善等障碍。展望转型脉络，政策红利密集出台为投行转型提供重要窗口期，科创板是关键政策红利之一。科创板制度设计引导投行在新股定价和配售制度等环节发挥核心作用，投行将从单纯倚赖牌照优势向打造定价能力、业务能力和资本实力等综合竞争力转型。有望拓宽投行业务边界、提升投行承销费率溢价能力并构筑差异化定价壁垒。未来投行或将加速打造全生命周期的“大投行”体系，实现全产业链协同和价值延伸。高阶转型下行业马太效应势必随之加剧。

**按图索骥捕捉科创板改革浪潮中崛起的龙头券商**

科创板和注册制试点携资本市场深层次改革浪潮而来，为行业创造变革契机，同时也将重塑行业格局，加剧行业分化。从三大维度甄别优质公司：第一，创新基因决定公司向上空间。战略、模式和产品创新能力强的券商有望充分把握时代机遇。第二，资源禀赋构建业务壁垒。公司资本实力、客户基础、人力资源、技术资质等资源禀赋优势将成为行业竞争壁垒，禀赋占优的券商将攫取发展先机。第三，业务实力决定前行动能。科创板完善发行上市、交易、信息披露和退市制度，证券行业向着现代投资银行转型发展，全产业链能力均衡运营、能力领先且具备协同能力的龙头券商将取得竞争优势。推荐全业务链发展行业龙头中信证券，机构客户扎实的招商证券，投行业务特色优势显著的中信建投。

**图表1：全文逻辑图**



资料来源：华泰证券研究所



## 增量改革补短板促活力，引领资本市场制度建设新一轮跨越

科创板是自上而下的增量改革，循序渐进引导资本市场的历史跨越。当前我国资本市场存在服务新经济企业缺位、市场化运行不完善、制度建设不健全等症结，市场功能未能充分发挥，市场韧性有所不足。科创板推出通过增量改革对症下药解决市场现存问题，着力构筑良性循环、市场化运作的市场环境，有望循序渐进引领资本市场制度建设新一轮跨越：

**首先，补齐资本市场服务新经济企业短板，完善多层次市场体系。**近年来，新经济创新企业不断涌现，对国内产业发展和经济贡献不断增强。但是受制于资本市场制度和宏观改革措施等综合因素影响，资本市场在服务新经济企业上存在缺位。科创板通过增量建设和制度改革，将补齐资本市场服务科技创新企业短板，同时也使境内市场共享企业发展红利。

**其次，科创板遵循市场化运行机制，充分激发增量市场活力。**国际经验表明，高效通达的发行制度、机动灵活的交易制度、快速多样的再融资制度、严格谨慎的退市制度是资本市场稳健运行的根基。而坚持制度市场化运行，才能充分激发资本活力，创造良性循环、互相促进的市场局面。科创板统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排，向市场化机制靠拢，有望充分激发市场深层活力。

**再次，科创板发挥先锋作用，以增量引导存量改革，有望引领资本市场制度建设新一轮跨越。**我国特殊国情下发展出的存量资本市场，在部分机制设计上存在沉疴，亟需改革祛除。科创板制度创新完善有望发挥先锋作用，引导存量市场逐渐转型，循序渐进深化资本市场改革。

## 制度变革多维度统筹推进，坚持市场化法制化纲领

### 1. 科创板多维度制度一览

图表2：科创板发行上市相关制度梳理

体系	事项	具体要求
发行上市	服务主体	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。重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合。
	审核	上交所负责发行上市审核，证监会负责注册。
	审核程序	审核机构审核→上市委员会审议→向证监会报送审核意见 具体流程包括：开始审核→首轮问询→审核沟通→多轮问询→问询回复→行业问题咨询→约见问询与调阅资料→现场检查→出具审核报告→预披露上会稿→上市委员会审议→聆讯→上市委员会审议→向证监会报送→预披露更新披露招股意向书、招股说明书→持续报告及会后事项
	审核时限	3-6个月。
	上市公司门槛	共5套指标，至少满足其一即可，体现灵活包容： 一是“市值+净利润/营业收入”标准： 1) 市值≥10亿元，且连续两年盈利，累计净利润≥5000万元； 2) 市值≥10亿元，且最近一年盈利，营业收入≥1亿元。 二是“市值+营业收入+研发投入”标准：市值≥15亿元，最近一年营业收入≥2亿元，最近三年研发投入合计/最近三年营业收入≥15%。 三是“市值+营业收入+经营活动现金净流量”标准：市值≥20亿元，最近一年营业收入≥3亿元，最近三年经营活动现金净流量累计≥1亿元。 四是“市值+营业收入”标准：市值≥30亿元，最近一年营业收入≥3亿元。 五是“市值+主要业务或产品+投资机构参与”标准，对医药行业有特殊规定：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。
定价	上市定价	市场化网下询价机制，完全遵循市场化原则。
	询价对象	向证券公司、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七类专业机构投资者询价。每个网下投资者可填报不超过3个申购价格。
配售	配售机制	网上发行+网下配售+战略配售： 1) 提高网下配售比例，引导各类投资者理性参与。考虑回拨后网下配售占比可在60-80%区间。 2) 放宽战略配售实施条件。发行股份在1亿股以上，战略配售比例不超过30%；发行股份1亿股以下，战略配售比例不超过20%。
	跟投机制	1) 承销商通过子公司使用自有资金进行跟投，锁定期为2年。2) 发行人高管和核心员工可通过资管计划参与配售，跟投比例不超过10%。
其他	特殊机制	回拨机制、绿鞋机制（促进市场平稳运行）
	同股不同权	支持VIE结构，但VIE上市市值要求高于一般企业
	减持制度	1) 高管团队锁定期延长到3年。3年后仍然没有盈利的，最多再锁定2年。 2) 董监高每人每年二级市场减持不超过总股数1%，非公开转让不限制。大宗交易转让的，接收方禁售期12个月。 3) 战略投资者锁定期不少于1年。

资料来源：证监会公告，上海证券交易所公告，华泰证券研究所

图表3: 科创板信息披露相关制度梳理

体系	事项	具体要求
信息披露	遵循原则	真实、准确、完整、及时、公平“五大基本原则”
	首次上市披露	1) <b>充分性审核</b> : 对投资者作出投资决策有重大影响的信息, 披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平。 2) <b>一致性审核</b> : 内容是否前后一致、具有内在逻辑性。 3) <b>可理解性审核</b> : 内容是否简明易懂, 是否便于一般投资者阅读和理解。
	披露内容	<b>新股发行披露</b> : 1) 预披露: 招股说明书、发行保荐书、上市保荐书、审计报告和法律意见书等文件; 2) 披露报价平均水平。 <b>持续性披露</b> : 1) 主要分为: 定期报告、重大交易、关联交易、应当披露的行业信息和经营风险、其他重大事项等类别。 2) <b>强化行业信息披露、突出经营风险披露、增加股权质押高风险情形的披露。</b>

资料来源: 证监会公告, 上海证券交易所公告, 华泰证券研究所

图表4: 科创板交易机制相关制度梳理

体系	事项	具体要求
交易机制	交易机制	T+1
	投资者门槛	个人投资者申请权限前20个交易日每日股票资产均值不低于50万, 且拥有两年交易经验。不满足的投资者可以通过公募基金参与。
	涨跌幅限制	日涨跌幅放宽至20%, 上市后前5个交易日不设涨跌幅。
	融券交易	科创板股票自上市首个交易日起可作为融资融券标的, 提高市场定价效率。
	每手股数	从主板的100股, 提升至200股。限价订单目前不超过100万股, 科创板不超过10万股。
	市价申报	新增两种本方最优价格申报和对手方最优价格申报市价申报方式。
	保障机制	根据市场情况调整微观交易机制: 有效申报价格范围和盘中临时停牌、差异化的最小价格变动单位等。
	交易方式	通过竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易进行交易。根据市场需要, 经证监会批准, 可以在科创板实施做市制度等交易制度。
	日常监管	1) 监管措施: 书面警示; 监管谈话; 限期改正; 公开更正、澄清或者说明; 培训或考试等; 2) 纪律处分: 延续以往惩罚基调 对董监高: 通报批评、公开谴责、公开认定其3年以上不适合担任董监高、收取惩罚性违约金 对中介机构: 口头警示、书面警示、监管谈话、要求限期改正等相应监管措施或者实施通报批评、公开谴责等纪律处分、3个月-3年不接受申请或信息披露

资料来源: 证监会公告, 上海证券交易所公告, 华泰证券研究所

图表5: 科创板退市机制及其他相关制度梳理

体系	事项	具体要求
退市机制	目标公司	1) 存在财务欺诈等重大违法行为的公司; 2) 丧失持续经营能力且恢复无望的主业“空心化”公司。
	退市指标	<b>“量化指标+非量化指标”</b> : <b>量化</b> : 1) 市场指标: 成交量、股票价格、股东人数和市值; 2) 财务指标: 扣非前后净利润为负且主营收入未达到一定规模、净资产为负; <b>非量化</b> : 1) 重大违法情形: 信息披露重大违法和公共安全重大违法; 2) 不合规性情形: 未按期信息披露、审计意见等; 3) 定性财务指标;
	退市环节	1) 取消了暂停上市、恢复上市环节, <b>缩短退市时间</b> 。提供救济安排, 给予30天窗口期。 2) <b>因重大违法强制退市的, 永久退出市场。</b>
	退市执行力度	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。
	追责机制	受理即担责: 发行上市申请一经受理, 发行人及其控股股东、实际控制人、董监高, 以及相关中介机构即须承担法律责任。
其他	重大资产重组	1) <b>发行股份购买资产、合并、分立实施注册制</b> , 实施更为便利。 2) 严格限制“炒壳”行为; 3) 规范“商誉”会计处理。
	股权激励	<b>扩展了股权激励的比例上限(由10%提升至20%)</b> 与对象范围; 增强了股权激励价格条款的灵活性和实施方式的便利性。

资料来源: 证监会公告, 上海证券交易所公告, 华泰证券研究所



## 2.多层次资本市场和健全的制度体系是资本市场基础

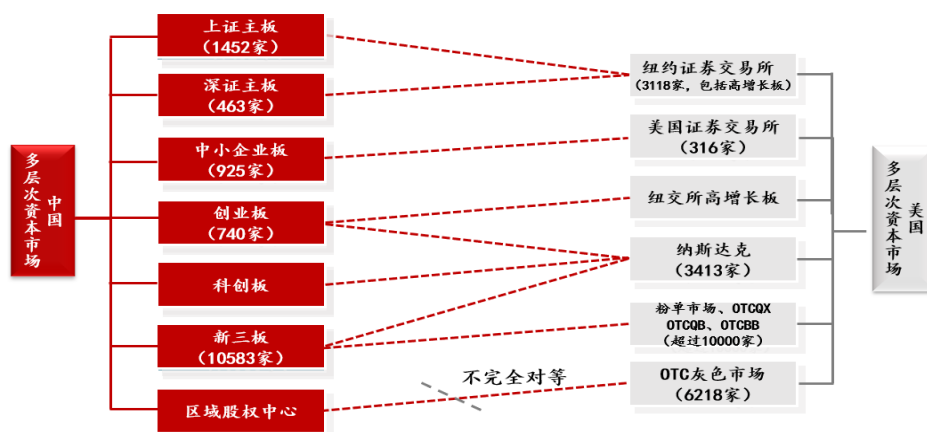
**多层次资本市场体系构筑资本市场框架。**多样化投融资需要多层次资本市场。一方面，企业发展阶段、行业特征、盈利能力等因素个体分化，倚赖多样化市场满足融资需求。同时多层次市场构筑逐层筛选体系，通过企业优胜劣汰实现资源最优配置。另一方面，投资者资金实力、风险偏好和投资能力殊异，需要在多层次市场各显身手。当前我国已初步形成以主板、中小板、创业板为场内核心圈，以新三板市场、股权交易所市场、券商柜台市场为场外核心圈，以债券市场、期货市场、衍生品市场为延伸的资本市场体系。科创板设立将进一步完善多层次市场体系。

**基础制度是资本市场有效运作的基石。**发行、交易、再融资、退市制度作为市场运作基石，制度的合理设置能够保证各层次市场稳定运行和功能发挥。科创板在制度设计上推陈出新，统筹推进制度改革。

放眼国际，美国、英国、日本、台湾、香港等成熟资本市场体系完善，均设有定位服务于高科技企业的市场层次。并且，经过市场检验和改良后市场结构和功能成熟，资源配置功能有效发挥。我们挑选领头羊美国、英国和对我国借鉴意义较高的台湾、香港，作为对标：

**美国：“正金字塔型”的三层资本市场体系，纳斯达克市场定位服务高科技企业。**美国已形成“正金字塔型”的三层资本市场体系，包括纽约证券交易所和纳斯达克为代表的全国性市场、由芝加哥股票交易所和太平洋股票交易所等地方性交易所构成的区域性交易所市场、由 OTCBB 板块和粉单市场等市场构成的场外市场。美国多层次资本市场建设遵循由低级到高级的演进及分层顺序，低层次市场作为高层次市场的孵化器和蓄水池。其中，成立于 1971 年的纳斯达克市场以服务高科技公司为主，给予众多具有高成长性的高科技企业土壤及养料，催化美国高科技产业快速发展。纳斯达克上市公司数量也从成立以来的 50 家快速上升至 2018 年末的 3413 家，已超越纽交所成为全球最大的股票市场。纳斯达克市场可作为科创板对标对象。

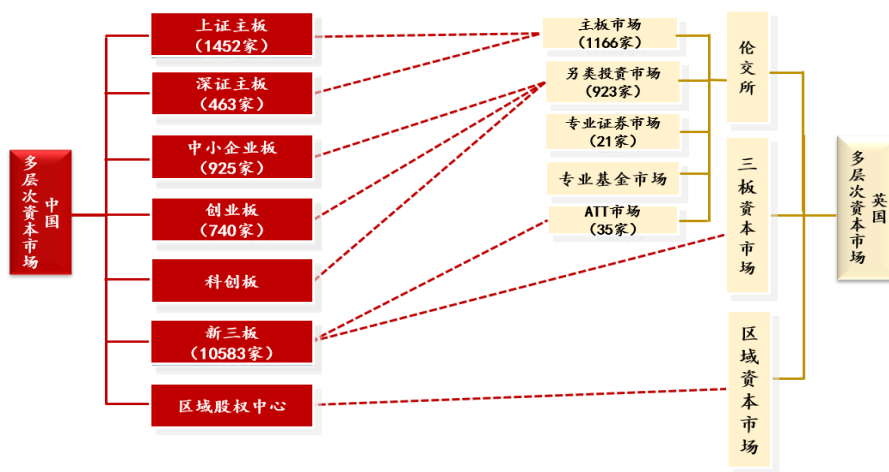
图表6：中国、美国多层次资本市场对比



资料来源：纽交所官网，纳斯达克官网，OTC 市场官网，Wind，华泰证券研究所

**英国：“倒金字塔型”的三层资本市场体系，另类投资者市场定位服务成长型企业。**英国金融发展源远流长，已形成“倒金字塔型”的三层资本市场体系，包括伦敦证券交易所市场、场外三板资本市场、由曼彻斯特和伯明翰等地方性交易所组成的区域性资本市场。其中，伦敦证券交易所主办的市场又分为主板市场、另类投资者市场（以下简称“AIM 市场”）。另类投资者市场成立于 1995 年，以服务初具规模的成长型企业为主，行业分布较为广泛，与我国科创板定位不完全匹配，但可以横向对比。AIM 上市公司数量从成立初期的 10 家上升至 2018 年末 923 家，总市值从 0.88 亿欧元上升至 912 亿欧元。

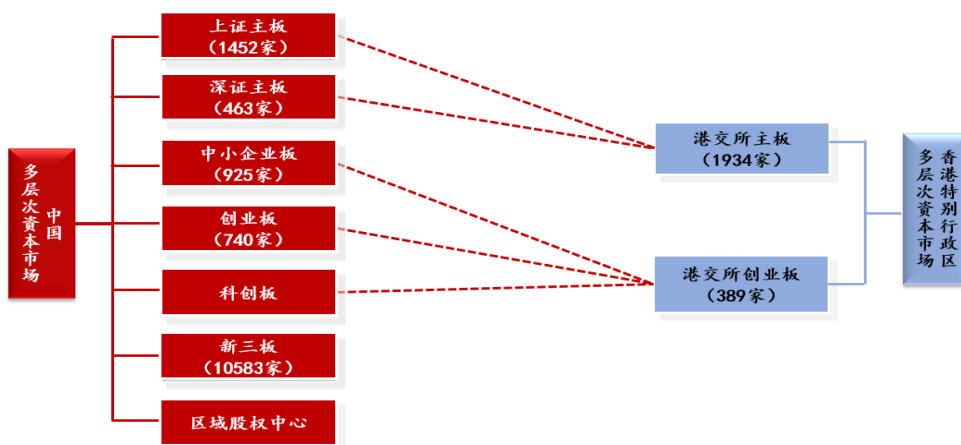
图表7：中国、英国多层次资本市场对比



资料来源：伦敦交易所官网，Wind，华泰证券研究所

**香港：主板和创业板构成两层资本市场，创业板市场定位服务高增长潜力企业。**香港以联交所主办的主板和创业板两层次资本市场为主。其中，1999年推出的创业板市场仿照美国纳斯达克市场设计，主要服务于具有高增长潜力的新企业，其中新兴科技企业是创业板重要上市主体。香港创业板市场上市公司数量从成立初期的3家上升至2018年末389家，总市值从53亿港元上升至1861亿港元，可以对标科创板。

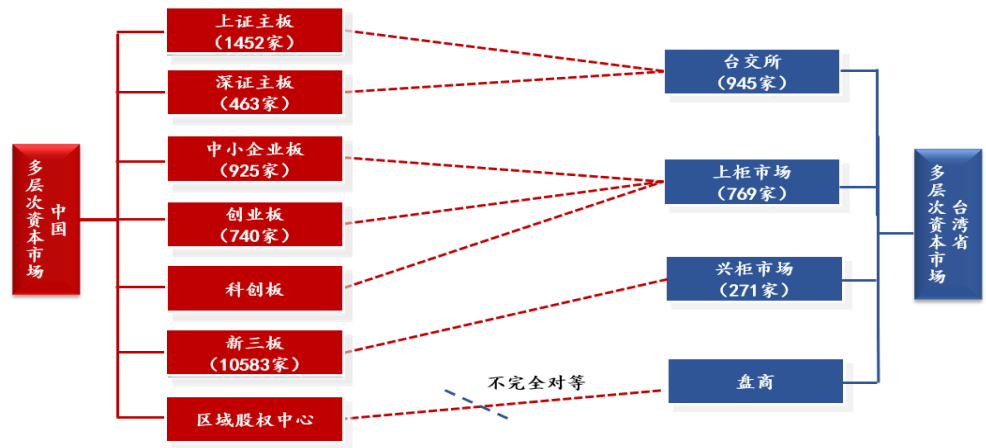
图表8：中国、香港多层次资本市场对比



资料来源：香港联交所官网，Wind，华泰证券研究所

**台湾：“倒金字塔型”的三层资本市场体系，上柜市场定位服务新创或新兴产业公司。**台湾通过优先发展场内市场再延伸低层次市场，逐步形成“倒金字塔型”的三层资本市场体系。主要包括台湾证券交易所集中交易市场、为公开发行但尚未上市企业服务的证券柜台交易市场（“上柜市场”）、服务未上市上柜股票的兴柜市场。其中，上柜市场以服务新创公司或新兴产业公司为主，目前步入稳定发展轨道。自1995年快速拓展开启到2018年，上市企业总市值从2460亿元新台币一路攀升至28266亿元新台币，增幅高达十倍以上。上柜市场承担着辅助上柜股票转为上市股票的任务，以美国纳斯达克市场为目标，可以对标科创板。

图表9： 中国、台湾多层次资本市场对比



资料来源：台湾交易所，台湾柜台买卖中心，Wind，华泰证券研究所

### 3.新股发行改革：开启注册制新篇章

新股发行是重中之重。我国新股发行制度经历从审批制到核准制转变，在发行审批、门槛、定价、规模、承销、锁定期和信息披露等关键要素上均有所变化。项目节奏与监管基调息息相关，市场对新股发行整体预期能力相对较弱。审批制和核准制的发行制度并未完全按照市场化方式开展，存在无法恰当匹配股市供需、实现合理定价和应对业绩变脸等风险。相比之下，国外成熟市场和科创板发行制度均采用注册制，监管机构履行对发行要素的全面、准确、真实和及时性做形式审查，而对发行人资质的实质性价值判断则交由市场判断。注册制充分按照市场化原则进行项目筛选和资源配置，发行效率加快，推动直接融资占比显著提升。

#### 3.1 发行上市：流程提质增效，并重发行与上市

新股发行上市可以分为发行和上市两大流程。核准制下，我国新股发行程序遵循证监会监管审核体系，上市程序遵循交易所监管核查体系。其中发行程序历时长、环节多、审核严，是新股发行上市过程的核心。

发达市场注册制发行上市模式，可以分成以美国为代表的“发行、上市权利分割独立”的模式，和以英国、香港、台湾为代表的“发行、上市权利集中”模式。第一种模式中，证监会拥有发行审核权，审阅发行注册登记材料；证交所拥有上市审核权，对申请人公司实行上市资质审查。第二种模式下监管同时拥有发行与上市审核权。

图表10： 发行上市流程对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
发行上市模式	发行上市不分离	发行上市不分离	发行上市不分离	发行上市分离	发行上市不分离	发行上市不分离	发行上市不分离
发行审核主体	上交所	证监会审核为主，交易所上市审核为辅	证监会	SEC 与州证券监管机构	伦交所	联交所和香港证监会均同时拥有发行上市审核权	证券柜台买卖中心
上市审核主体	上交所	辅	深交所	纳斯达克交易所			

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

科创板采取发行、上市权利集中的模式，上交所负责股票发行上市审核，证监会负责股票发行注册。上交所审核各流程均通过电子化系统办理。证监会在上交所审核通过后，依照规定的发行条件和信息披露要求，在 20 个工作日内作出是否同意注册的决定，并对上交所审核进行监督。

### 3.2 审核模式：走出监管“背书”，提升市场判断

注册制下，审核主体将由监管履行实质审核过渡为市场实质审核。我国新股 IPO 由证监会依据既定标准履行实质审核职能，对项目质量“隐性背书”。发行审核环节包括审核和批准公开募股，审核时间一般在 1-1.5 年，批准公开募股时间由证监会依据市场景气度、投资者反馈等决定。新股发行上市审核周期较长。

在美国、香港和台湾等注册制施行国家，证监会、交易所等监管机构对发行人申报文件全面性、准确性、真实性和及时性作出审查，满足条件的公司均可发行上市，项目质量交由市场判断。审核周期在六个月左右，发行上市高效。

图表11：审核模式对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
审核主体	上交所	证监会	证监会	SEC、纳斯达克交易所	伦敦交易所	香港联交所	证券柜台买卖中心
审核流程	审核机构审核→上市委员会审议→证监会审核并同意注册→发行上市	证监会审核→证监会核发批文→线上线下游价→交易所批准上市→发行上市	证监会审核→证监会核发批文→线上线下游价→交易所批准上市→发行上市	SEC 审核注册文件披露全面→路演、定价→交易所审核上市资质→发行上市	伦敦交易所审核→路演定价→承销→发行上市	联交所审查→路演定价→承销→发行上市	兴柜预上市→上柜中心审核→路演定价承销→发行上市
审核时间	3-6 个月	审核 1-1.5 年 批准公开募股不定	6 个月-13 个月	6 个月-1 年	3-6 个月	110 天	4-5 个月

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

**审核主体及内容转变为市场化运作奠定基石。**第一，新股发行节奏受监管扰动减弱，受股市市场化调控强化。牛市行情中资金供给充足，企业择机进入股市。熊市行情中市场估值整体较低，企业不期望以低估值募资稀释股权，发行股票企业的数量会相应下降。第二，发行效率将大幅提升，助力优质公司快速获得融资支持。第三，监管部门负荷减轻，有效规避“寻租”行为。第四，倒逼投资者提升价值判断能力，重视独立价值判断和风险控制。且由于个人投资者信息掌握、专业能力等相对弱势，注册制推行有望强化市场机构化趋势。

**科创板发行审核职能赋予上交所，提升市场判断能力。**上交所将负责股票发行上市审核，上交所将对发行人发行条件、上市条件和信息披露做出重点关注审核，符合上市要求的公司均可上市，公司价值由市场自主判断。审核时间缩短也将大幅提升效率，充分发挥注册制市场化审核的多重优势。

### 3.3 上市标准：增加盈利包容，重视综合指标

**我国核准制下重财务指标，成熟市场轻盈利、重综合指标。**我国新股 IPO 上市标准注重财务指标，强调持续盈利能力。处在新经济产业等领域的公司因前期大量资源投入和较长的扭亏为盈周期，盈利性和风险性多无法满足现有上市标准。

国外发达资本市场，特别是定位于服务高科技产业的板块，在上市审核时淡化盈利指标，重视市值、流动性、持股结构等市场化指标和公司治理等综合指标，恰当匹配了新经济企业特征，同时通过综合指标准确衡量公司价值。



图表12：上市标准对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
量化：财务指标	五种满足其一： 1、市值+净利润/营收；	财务指标为主：净利润、现金流、股本、无形资产等	财务指标为主：净利润、现金流、股本、无形资产等	四种满足其一： 1、盈利能力； 2、市值+现金流量；	无	营业现金流	利润总额、营业利润和利润总额增长率、实收资本
量化：市场指标	2、市值+营收+研发投入；	无	无	3、市值+营业收入； 4、资产+权益	无	市值、股东人数、公众持股比例	股东人数、公众持股比例
非量化指标	3、市值+营收+经营净流量； 4、市值+营收； 5、市值+主要业务或产品+投资机构参与；	公司治理、公司经营、无法定障碍等	公司治理、公司经营、无法定障碍等	公司治理、信息披露	会计报表编制符合特定准则	公司经营、公司治理、定期信息披露	公司经营、公司治理、信息披露等

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

**弥补服务新经济企业缺位、深化资本市场改革。**新经济产业发展对于落实创新驱动和科技强国战略、推动高质量发展等深化改革举措具有重要意义，新经济产业公司未来价值不可估量。上市标准转变将弥补资本市场服务新经济企业缺位，有效支持新经济企业做大做强，推动创新驱动发展战略。同时，新经济企业上市数量增加也将优化我国股市结构，改变周期性、传统型产业主导股市的现状，优化股市经济晴雨表功能。上市标准转变要求市场和中介机构转变固有标准，站在产业发展前景等前瞻视角考察企业价值。同时，新经济企业要求市场和中介机构跟随日新月异的技术革新，持续打磨研究能力。

**科创板五项上市标准，发行人至少符合其中一项即可发行上市。五项标准均涉及市值，同时分别在营业收入、净利润、经营净现金流、研发投入和技术优势等要素中选择适当标准。**

一是“**市值+净利润/营业收入**”标准：市值不低于10亿元，且连续两年盈利、累计净利润不低于5000万元；或市值不低于10亿元，且最近一年盈利、营业收入不低于1亿元。

二是“**市值+营业收入+研发投入**”标准：市值不低于15亿元，最近一年营业收入不低于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%。

三是“**市值+营业收入+经营活动现金净流量**”标准：市值不低于20亿元，最近一年营业收入不低于3亿元，且最近三年经营活动现金净流量累计不低于1亿元。

四是“**市值+营业收入**”标准：市值不低于30亿元，且最近一年营业收入不低于3亿元。

五是“**市值+主要业务或产品+投资机构参与**”标准，对医药行业有特殊规定：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，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。此外，在发行价格确定后，若市值不满足其选择的发行标准，新股发行将终止。

科创板上市标准增强盈利能力包容性，设置多组指标综合考量，灵活把控上市标准，综合考量发行人价值，将有效提升资本市场服务科技创新企业水平。

### 3.4 定价标准：移除隐性红线，回归市场定价

我国新股定价制度几经变迁，在市场化询价和监管控制中左右摇摆。2004年-2013年的市场化询价模式带来“三高”效应。而当前“市场化询价+23倍发行市盈率隐性红线”的标准使削弱了新股定价询价的市场化。潜力公司无法享受估值溢价，一二级市场天然价差逐渐形成。而新股发行价格低于企业内在价值，也形成公司上市后连续涨停的景象。

国外发达市场新股定价模式以累计投标询价为主，少数公司会采取承销商公开竞价模式或固定价格发行。在累计投标询价下，监管对定价水平不设上下线。从国际视角看，IPO定价方式呈现持续向市场化发展的趋势，累计投标询价模式在全球的使用范围逐渐扩展。



图表 13： 定价标准对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
定价模式	市场化询价	市场化询价+23 倍市盈率红线	市场化询价+23 倍市盈率红线	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少	市场化询价为主，公开竞价或固定价格较少

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

**价格是最基础的量化指标，市场化定价引领资本市场深化进程。**一方面，投资者用脚投票定价，使价格充分反映市场对内在价值判断。股票上市后涨跌互见，例如 2018 年，纳斯达克、港交所创业板新上市股票首日上涨的比例分别为 43%、70%。另一方面，发达市场通过更为合理的机制设置能够避免市场化定价下“三高”问题死灰复燃。一是发达市场以包销模式为主，承销商直接参与跟投，承销商利益与定价合理性挂钩。二是成熟市场网下向机构投资者配置比例高，缓解机构投资者过度竞争推高发行价格的情况。且注册制下新股发行效率提升，丰富供给端而缓解需求压力。

**科创板充分遵循市场化定价方式，向七类专业机构投资者网下询价确定发行价格。**科创板采取网下询价方式定价，**承销商路演时出具由证券分析师撰写的投资价值研究报告**，向证券公司、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专业机构投资者以网下询价方式确定价格。报价遵循独立、客观、诚信的原则。**每个网下投资者可以填报不超过 3 个申购价格**。网下报价平均水平要在网上申购前披露。最终确定的发行价格若超过网下报价平均水平，需要提前进行投资风险提示。同时，**科创板设置承销商跟投机制**，承销商利益与合理定价充分绑定，能够有效避免发行定价“三高”问题。承销商在新股发行定价中将起到核心作用。

### 3.5 承销水平：转入买方市场，重视承销能力

**核准制模式下，监管对新股发行节奏严格把控，节奏相对缓慢。**新股发行节奏相对缓慢，叠加居民财富快速增长和机构投资者规模扩大背景，新股供给整体呈现供不应求的局面。我国新股中签率约在 0.02% 左右，而发达市场中中签率可达 10% 以上。卖方市场下，新股承销并不考验承销商销售能力。

**发达市场新股发行处于典型的买方市场。**新股承销主要以承销团包销模式为主，主承销商领导下的承销团享有自由分配股票权力，同时承担认购未销售证券义务。部分知名度较低的公司则采用代销模式。同时，发达市场设立超额配售选择权、回拨机制等特殊补充机制，助力承销顺利开展。

**承销商是股票承销的核心，股票销售、上市后流动性和价格稳定高度倚赖承销商综合能力。**买方市场中新股承销高度倚赖承销商自身信誉、销售能力、市场匹配和资本实力等综合竞争力。同时，发达市场设立特殊补充机制。一是超额配售选择权（又称“绿鞋机制”），应对发行后股价向大幅波动，承销商可以自主选择超额配售或在二级市场买入，承担匹配市场供需、平抑价格波动、保证证券流动性等功能。超额配售选择权对维护承销商与客户关系、提高承销商声誉亦有关键作用。二是回拨机制。该机制以香港市场最为典型，能够实现股票发行在个人和机构投资者间的合理分配，充分体现市场公平原则。

**科创板采取“网下配售+网上发行+战略配售”机制，提高网下发行配售数量占比。**科创板采取网下往上配售形式，将网下初始发行比例调高 10%，并降低网下初始发行量向网上回拨的力度，回拨后网下发行比例将不少于 60%，有利于引导各类投资者理性参与，也对引导个人投资者通过公募基金参与科创板股票发行具有积极作用。同时科创板根据境内外实践经验，引入战略配售机制，通过向战略投资者配售引入市场稳定增量资金，帮助发行人成功发行。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，发行人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。

科创板设立“跟投机制+绿鞋机制（即超额配售选择权）+回拨机制”三项特殊配售机制：

1) 科创板于国内首次引入跟投机制，保荐机构和发行人高管及核心员工均可参与跟投。保荐机构参与跟投设定限售期，发行人高管及核心员工参与跟投需要通过专项资产计划。跟投机制有利于向市场投资者传递正面信号，保证保荐机构、发行人和投资者三方利益充分一致。其既能够让发行人高管员工和保荐机构共享股票发行后价格上涨带来的福利，对发行人高管员工和保荐机构起到有效激励作用；又能够避免发行人和保荐机构“三高”发行、虚假发行等情况出现，实现有效的市场化约束。

2) 绿鞋机制下，发行人和主承销商可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%，主承销商可以要求发行人按照超额配售选择权方案发行相应数量股票。股票上市之日起 30 日内，主承销商有权使用超额配售股票募集的资金，从二级市场购买发行人股票。绿鞋机制引入将充分考虑市场供需，同时实现发行后短期内稳定股价的作用。

3) 回拨机制下，网上有效申购倍数达到一定标准，将由网下向网上回拨一定比例股票，充分体现公平原则。

承销商在新股承销中将发挥核心作用，需要切实提升市场匹配、销售等综合能力。科创板充分尊重投资者用脚投票的权利，股票合理定价和新股发行增量将改变新股供不应求的情况，倒逼承销商提升市场匹配和销售能力。

#### 4.信息披露改革：兼顾实质与形式

信息披露是股票发行制度的中心。信息披露包括首次上市披露和持续性披露。市场依据信息披露判断发行人价值，高质量的信息披露是优化投资的必要条件。我国信息披露参照注册制模式设置，信息披露质量仍在持续完善。

##### 4.1 首次上市披露：注重实质披露，强化风险警示

我国首次上市信息披露监管框架详实明确，但内容实质性仍待完善。我国首次上市披露框架详实明确，包括发行概况、风险因素、发行人基本情况和业务技术、关联交易、发行人董监高、公司治理、风控和内控、财务信息、管理层讨论分析、资金用途、股利分配政策等，能够充分传递发行人各方面信息。但在披露实质性方面仍然存在优化空间：首先，披露的基本面信息与投资的关联度有限。其次，信息披露质量待提升，披露模式化、同质化特点凸显。再次，风险披露容易流于形式，且用语委婉警示度不足。最后，前瞻性信息披露及警示机制尚待优化。

发达市场信息披露体系健全，细节规则制定充分体现实质性。发达市场信息披露以是否影响投资者决策为衡量，要求公开的各种资料严格依据逻辑性、完整性、客观性、及时性、相关性披露。细节规则方面，披露表述要求简洁易懂，注重定量表述。风险因素披露注重与公司紧密相关的个性化实质风险。鼓励前瞻性信息披露，并通过“安全港”等制度保障适当警示、发行人和中介责任可控。

图表 14：首次上市信息披露对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
整体特点	全面，并重形式与实质	全面，实质性仍待改善	全面，实质性仍待改善	全面、实质化、量化信息多	全面、实质化、量化信息多	全面、实质化、量化信息多	全面、实质化、量化信息多
风险披露	有，强化风险披露	有，简短普适	有，简短普适	有，个性实质	有，个性实质	有，个性实质	有，个性实质

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

信息披露兼顾实质与形式。信息披露规则明确详实，有助于通过监管力量强化披露。同时，信息披露需要兼顾实质与形式，通过配套制度持续完善披露流于形式、模棱两可、内容冗

余、缺乏个性等潜在症结，保障首次披露信息的逻辑性、完整性、客观性、及时性、相关性，向投资者传递高质量信息。

科创板坚持以信息披露为中心。发行人及其控股股东、实际控制人、董监高应依法履行信息披露义务，保证信息披露的真实、准确、完整，**中介机构依法对发行人的信息披露进行核查把关，承担“看门人”职责**。交易所从充分性、一致性和可理解性的角度，对发行上市申请文件信息披露进行审核。充分性角度审核重点关注发行上市申请文件披露内容是否包含对投资者作出投资决策有重大影响的信息，披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平；一致性角度审核重点关注发行上市申请文件的内容是否前后一致、具有内在逻辑性；可理解性角度审核重点关注发行上市申请文件披露内容是否简明易懂，便于一般投资者阅读和理解。

#### 4.2 持续性披露：加强多元完善，注重投资价值

**持续性披露包括定期披露和临时性披露。国内临时性披露以重大事项为主，规则全面但稍欠灵活。**持续性披露以定期披露和临时性披露为主。国内定期披露主要包括财务报告，临时性披露以重大事项披露为主，监管明确定义了二十项需要临时披露的重大事项。**发达市场对需持续性披露体系可操作性强，同时制度设计保留弹性。**发达市场持续性信息披露的体系可操作性强，对需要临时披露的重大事项定义灵活，保留制度设计弹性，能够持续兼容市场新情况，整体信息披露多元完善。同时，市场化机制和监管审查更为健全，注重实质价值。

图表15： 持续性信息披露对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
定期披露	定期报告为主	以财务报告为主	以财务报告为主	财务报告、审计报告、公司目标、高管持股情况等	以财务报告为主	以财务报告为主，须披露关联交易	财务报告、员工变动、治理层、业务等；
临时披露	重大事项（明确定义）、关联交易、应当披露的行业信息和经营风险、其他重大事项等	重大事项（明确定义）、关联交易	重大事项（明确定义）、关联交易	重大事项临时披露（重大事项无明确定义）	重大事项临时披露（重大事项明确定义）	重大事项临时披露（业务、重要会议、重要修改、其他）	重大事项（明确定义）

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

**持续性披露做出差异化安排，强化行业信息、经营风险、股票质押高风险等信息披露。**科创板持续性披露主要包括定期报告、重大交易、关联交易、应当披露的行业信息和经营风险、其他重大事项等类别。其中，针对科创企业特点，作了差异化和更具弹性的规定。一是强化行业信息披露，强调科创企业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。二是突出经营风险披露。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。三是增加股权质押高风险情形的披露。警示上市公司控股股东股权质押风险对上市公司控制权、日常经营活动以及股票二级市场交易可能产生严重负面影响。科创板积极培育上市主体自主信息披露意识，为投资者持续传递影响投资决策的有效信息，推动市场健康平稳运行。

### 5. 交易制度改革：减少监管限制，强化市场机制

#### 5.1 涨跌幅：放松人为干预，加强保障机制

股价交易涨跌幅受人为限制，主要体现为对日涨跌幅和 IPO 首日涨幅限制。2014 年监管层修改新股发行制度，限定首日 44% 最高涨幅。新股定价低于内在价值及首日涨跌幅限制导致新股价格无法一步到位，发行后连续数日涨停成为定律。

发达市场大多不设涨跌幅限制。信息及供求状况能及时体现于价格，同时持续下跌时投资者可及时卖出止损。同时，为弥补无涨跌幅限制并生的踩踏、投机等非理性因素，发达市



场还构建了指数熔断和个股暂停交易等保障机制。在暂停时间内，市场可以自发性强化信息传导、平复恐慌情绪，有效控制市场风险。

图表16：涨跌幅制度对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
日涨跌幅限制	+/-20%	+/-10%	+/-10%	无	无	无	+/-10%
上市首日涨跌幅限制	无	44%	44%	无	无	无	无

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

**放开价格限制是市场化定价的另一表现。**市场价格更充分体现市场供需情况，增强市场流动性，促使价格与交易量因果相连。同时发行首日价格将一步到位，涨跌互现倒逼发行人和承销商在坚持市场化定价原则，避免声誉和流动性丧失。同时，我国也应当适时引入适合国情的熔断或个股暂停机制，规避市场非理性冲击。

**科创板放宽涨跌幅限制，将涨跌幅限制放宽至 20%，对新股上市后的前 5 个交易日不设涨跌幅限制。**科创板放宽日涨跌幅限制，能够更好适应科创企业投入大、迭代快等固有特点容易导致股票交易价格出现较大波动。同时，放宽上市后前五个交易日涨跌幅，能够促进合理价格尽快形成，实现市场化定价一步到位。

### 5.2 做空机制：完善做空手段，平衡双方实力

**我国股票现货做空主要通过融券实现，业务发展进程缓慢。**融券机制下，投资者可向证券公司借入股票并在市场上抛售。但我国做空机制尚不发达，两融业务跛足而行。根据沪深两市交易所披露数据，截至 2018 年末，融券规模占两融规模 0.9%。业务发展进程缓慢主要原因包括：一，监管提倡股市长期健康稳定发展，不鼓励做空。二，融券的标的池受到严格限制。三，券商需要以自营盘股票、或转融券向其他机构借入的股票进行出借，但券商和其他机构出借意愿较低。此外，衍生品市场尚不发达，做空仅可通过股指期货、股票期权等实现，产品渠道不通畅。

**发达市场主要通过证券借贷卖空和衍生品实现做空。**发达市场多空双方势均力敌，空方主要通过接入证券卖空和多样衍生品达到做空效果，英国和台湾市场还允许在无股票头寸进行裸卖空。发达市场做空机制有效运行依赖三点要素：一是现券借贷标的范围和来源丰富。证券借贷标的范围限制少，券源可来自融资业务买进担保证券、客户抵缴融资保证金证券、自营证券、证券借贷取得证券。且大量的长期投资主体持有大量股票头寸，愿意出借股票获取收益。二是成熟市场衍生品品种丰富，空方可以利用工具多样。三是设置配套机制有效控制做空风险、抑制投机交易。

图表17：做空制度对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
交易工具	融券	融券，股指期货，场外期权	融券，场外期权	证券借贷，各类衍生品	证券借贷，各类衍生品	证券借贷，各类衍生品	证券借贷，各类衍生品
标的限制	上市首日起均可作为标的	交易所决定标的池	交易所决定标的池	无限制	无限制	无限制	无限制
特殊保障机制	待完善	限价机制（做空价格不得低于前一笔交易成交价）	限价机制（做空价格高于市场最近成交价）	1、个股暂停交易 2、限价机制（做空价格高于市场最高价）	个股暂停交易	个股暂停交易	个股暂停交易

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

**多空双方博弈驱动市场化定价，提振市场交投活跃度。**多空双方充分博弈驱动市场定价合理均衡，能够提升资本市场运行韧性，避免因内外部冲击引发市场大幅波动。同时做空机制也在一定程度上放大证券需求，增加市场交易量，从而活跃交易、增强市场流动性。做空机制存在还为投资者提供有效避险工具，提振投资者信心。

科创板股票自上市首日起可作为融资融券标的，相关标准由交易所另行制定。融券标的证券选择标准将与 A 股有所差别。融券业务差异化安排，能够提高市场定价效率，着力改善“单边市”等问题，平衡多空双方实力。未来监管将促进融资融券业务均衡发展。

### 5.3 交易执行：探索做市机制，释放市场活力

我国股票市场以竞价模式为主导。我国主板和创业板采用集合和连续竞价模式，新三板逐渐形成“协议转让+做市商+集合交易”的混合交易模式。竞价交易拥有流动性高、交易速度快、交易成本低、透明度高显著优势，但本身要求证券标准化程度高、市场需求量大。做市商制度下做市商持续双边报价创造流动性，具有更高灵活性，对产品标准化和产品挂牌门槛要求低，可适用于流动性较差的市场。

发达市场科技创新板块通过夯实做市商模式基础，逐渐培育竞价机制土壤。美国纳斯达克、英国 AIM 和台湾上柜市场均采用竞价模式和做市商模式结合的混合模式，但在做市商职能权重上有所差异。

图表 18： 交易执行对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
交易制度	竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易	竞价机制、大宗交易	竞价机制、大宗交易	竞价机制、竞争性多元做市商	根据个股流动性高低采取：竞价机制、做市商报价、混合交易机制	竞价机制	竞价交易为主、做市商为辅

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

循序渐进模式转型能够稳步推进市场深化。在市场建立初期，做市商模式助力市场稳健运行。做市商通过双向交易激发流动性，逐渐盘活市场融资功能。同时，做市商专业定价能力能够帮助市场合理定价。交易激活、定价合理奠定竞价交易基础，循序渐进过渡为做市商和竞价并轨的混合交易机制，形成流动性良性循环，驱动市场深化发展。纳斯达克市场由做市商模式起步，逐渐建立“竞价制度+竞争性多元做市商”模式，可作为科创板研究推进做市商制度的参考。

科创板通过竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易进行交易。盘后固定价格交易机制设计具有创新性。盘后固定价格交易指在竞价交易结束后，投资者通过收盘定价委托，按照收盘价买卖股票的交易方式。盘后固定价格交易是盘中连续交易的有效补充，不仅可以满足投资者在竞价撮合时段之外以确定性价格成交的交易需求，也有利于减少被动跟踪收盘价的大额交易对盘中交易价格的冲击。考虑到盘后固定价格交易相关内容较多，为保证规则结构明晰性，盘后固定价格交易具体内容另行规定。并且根据市场需要，经证监会批准，可以在科创板实施做市制度等交易制度。未来做市商制度有望稳步推进，分批实施。

### 5.4 成交制度：延续 T+1 交易，合理防范风险

我国股票市场交易以 T+1 制度为主。为防范风险、保护投资者权益，当前我国股票交易以 T+1 制度为主。发达市场 T+0 交易制度为主导，设置特殊保障机制防范风险。发达市场普遍实行 T+0 交易制度，允许日内回转交易。同时，发达市场通过投资者准入、交易指标限制、极端情况下特殊安排等详尽的特殊保障机制，防范抑制投机和过度波动风险。

图表 19： 成交制度对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
成交机制	T+1	T+1	T+1	T+0	T+0	T+0	T+0

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

T+0 交易具有提升市场流动性、提高市场定价准确性、及时纠错等功能。同时在实行 T+0 成交时，可以通过特殊保障机制能够避免市场投机氛围加重、中介机构和交易所结算风险



增加，实现 T+0 优势和风险防范抑制投机的双赢。

科创板延续 T+1 制度，保障市场平稳运行。未来我们预计监管将根据市场情况，循序推进交易制度优化，充分平衡效率和风险。

### 5.5 停复牌机制：统筹公平与效率，重视有效执行

停复牌主要目标是保障及时、公平的信息披露。其能防止上市公司因筹划重大事项而导致股价重大波动，引发投资者损失。同时制度设计兼顾效率，维护投资者正当的交易权利。我国停复牌制度通过逐渐完善，阶段性化解机制症结。过去，我国存在停牌随意性大、时间长、原因模糊等问题，存在利用停牌为重组发行锁价、躲避特殊市场状况。交易所于 2014 年、2016 年和 2018 年不断优化停复牌机制，收紧停牌标准，加大执法力度，停复牌问题已得到阶段性化解。

发达市场停复牌制度监管严格，且停牌时限整体较短。发达市场停牌原因主要包括重大信息发布、虚假披露和市场操纵、未遵守上市规则等导致的停牌。第一种主要由交易所短暂中断相关股票交易形式，时长一般为 15-30 分钟，以保证信息充分传播，防止由于时间差异引发套利行为。后两种原因引发的停牌，主要由监管负责执行，持续时长为 2-3 周。

停复牌机制兼顾公平及时和效率原则。合理的停复牌机制能够保证投资者及时、公平的获取公开信息，规避时间套利。同时，停复牌机制设计兼顾“效率”原则，通过设置安排不得不停牌的事由和规定停牌时间，还能够防止停牌时间对股票市场流动性、价格发现机制的影响，实现优化交易监管，减少交易阻力，增强市场流动性。

科创板停复牌机制遵循交易所制度设计。根据配套细则的相关规定，科创板股票停牌原因包括信息披露不及时、重大会计差错或虚假记载、异常波动等。科创板还将引入盘中临时停牌，制度细则有待另行规定，可根据市场情况进行调整。我们预计后续停牌制度有望细化完善，维护市场交易的连续性和流动性，保护投资者的交易权。

### 5.6 投资者门槛：平衡保护与公平，强化考核有效性

由于机构投资者资产规模相对占有，专业投资经验比较充足，因此我国证券市场一般对机构投资者实行准入。而个人投资者资源相对劣势，在高风险的市场往往面临投资者门槛。本处重点探讨自然人投资者门槛机制。

合格投资者门槛设置的初衷是在保护投资者利益和证券顺利发行及市场效率之间寻找平衡。我国不同层次股票市场合格投资者门槛设置不尽相同，其中对个人投资者的要求主要体现在为财务指标和专业经验。主板、中小企业板和创业板以专业经验为主，但是要求限制不严格，中小投资者基本均可参与。新三板财务指标和专业经验并重，要求自然人投资者资产总值在 500 万元以上，为中小投资者设立较高的门槛。

发达市场自然人投资者门槛衡量同样以财务和专业经验为主，但财务指标设置更为合理，专业经验能够形成实质性约束。发达市场自然人投资者门槛衡量以财务指标和专业经验为主，指标设置更为细致合理。财务指标以收入和净资产为考核依据，同时考虑根据通货膨胀和市场风险状况等因素对标准及时调整。专业经验考核方面，发达市场通过投资经验、取得证书和通过考试等多样手段考察投资者投资能力，不仅指标约束作用有效实现，而且赋予拥有经验的投资者一定财务指标灵活性。

合理的门槛能够平衡投资者保护、公平和市场效率。对于高风险高收益的市场，合格投资者门槛能够保证中小投资者利益得到应有保护。而通过合理、有效、可操作的门槛设置，允许部分有资本实力或拥有专业经验的合格中小投资者进入市场，共享高风险带来的高投资收益，也能充分体现公平交易原则。合格投资者的充分有效参与，也将为市场带来流动

性，保证市场活跃度，提升价格发现水平。

科创板设立专章，从投资者资产净额和专业经验维度明确个人投资者适当性管理安排。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。合格投资者安排权衡科创板企业的特点，充分保护投资者合法权益，引导投资者理性参与。同时，监管鼓励资本实力和专业实力处于弱势的中小投资者通过公募基金等方式参与科创板投资，分享创新企业发展成果。

## 6. 退市改革：从严设计规则，提升执行水平

退市制度改革将及时实现市场优化出清，优化资源有效配置。我国股票退市制度经历数次完善，已形成以主动退市和强制退市为主的退市制度。其中强制退市包括重大违约退市、交易状况指标退市、财务状况指标退市。退市制度仍存优化空间。退市制度不完善导致“壳资源”价值被过分扭曲。每逢 IPO 关停，“壳”价格均会快速上升。壳价值扭曲可能进一步引致“壳公司”通过造假保壳，或在借壳过程牵涉内幕信息，导致市场交易有失公平。退市制度改革完善能够及时实现市场优胜劣汰，同时纠偏“壳资源”价值。

### 6.1 衡量指标：重视市场指标，强调执行力度

A 股退市量化标准重财务指标、轻市场指标。我国退市标准涵盖量化和非量化指标。量化指标侧重净利润、净资产、营业收入等财务指标，对市场指标关注较弱。自 2001 年监管出台《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》以来，A 股共有 97 家公司退市，其中 49 家因盈利不达标被执行退市。非量化指标关注信息披露真实合法和经营违规行为，对公司运营和治理等关注度低。

发达市场退市机制完善，侧重市场指标和有效非量化指标，强调执行力度。完善的退市制度助力发达市场健康发展。量化指标重视股价、股票交易量、流动性、持股结构和做市商数量等市场指标，淡化财务指标。非量化指标关注信息披露全面、准确性，以及公司治理合规程度等指标。发达市场兼顾制度设计与实际执行，有效实现劣质项目出清，为优质企业腾挪、引流市场资源。

图表20： 退市指标对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
量化：财务指标	扣非净利润、主营业务收入、净资产	盈利指标为主	盈利指标为主	持续上市要求，至少满足其一，其中财务指标为净利润	无	资产	利润总额、营业利润和利润总额增长率、实收资本
量化：市场指标	成交量、股票价格、股东人数和市值	股权分布、股本总额或股东人数、累计成交量、股价等	股权分布、股本总额或股东人数、累计成交量、股价等	持续上市要求，至少满足其一，其中市场指标：市值、公众持股、股价、做市商、股东人数	暂停交易、股东大会、无保荐人	公众持股、停牌时间	股东人数、公众持股比例
非量化指标	重大违法、不符合合规性要求	公司治理、公司经营、无法定障碍等	公司治理、公司经营、无法定障碍等	公司治理要求	企业被收购；保护投资者、违反 AIM 规定、违规交易；	维持经营、违反上市规则、未披露重要资料、违反法律法规	—

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

提升市场指标和有效的非量化指标比重。提升市场指标和有效的非量化指标比重，对衡量企业持续经营价值、及时清退劣质标的有独特优势：首先，市场指标高频披露，与市场联系紧密能及时反映供求。财务指标披露频次低、时效性弱，容易产生滞后性。且市场指标包含对公司前瞻预期，而财务指标仅反映历史业绩。其次，财务指标易受人为操控，市场指标操纵空间有限。部分已经经营不善的公司为保住“壳资源”，通过操纵盈利指标规避退市风险案例层出不穷。市场指标由充分博弈形成，人为操纵空间有限。非量化指标中信息

披露、治理合规更反映公司当前和未来经营水平，更好衡量公司价值。

**科创板严格退市安排，明确两类目标公司，设置“重大违法+市场指标+财务指标+合规指标”四类指标，综合考量量化与非量化指标。**科创板充分借鉴现有退市实践和市场共识，严格规范退市安排。聚焦存在财务欺诈等重大违法行为和丧失持续经营能力且恢复无望的主业“空心化”的两类目标公司。退市指标体系更为丰富和优化。一是**重大违法情形**方面，吸收最新退市改革成果，列明了信息披露重大违法和公共安全重大违法等两类重大违法退市情形；二是**市场指标**方面，构建成交量、股票价格、股东人数和市值四个类型；三是**财务指标**方面，设置四类主业“空心化”定性标准和扣非前后净利润为负且主营业务收入未达到一定规模、净资产为负等定量标准，准确反映丧失持续经营能力企业的经营和财务特征，不再采用单一的连续亏损退市指标。四是**其他合规指标**方面，在现有未按期披露财务报告、被出具无法表示意见或否定意见审计报告等退市指标的基础上，增加信息披露或者规范运作存在重大缺陷等合规性退市指标。**科创板从严执行退市标准，通过量化和非量化退市指标，能够及时有效的筛选劣质企业，实现市场优胜劣汰和资源有效配置。**

### 6.2 机构追责：强化市场约束，树立惩罚预期

**国内事中事后中介机构追责制度仍存优化空间。**国内监管对股票发行实施事中事后监管，对中介机构及人员审查着重尽职勤勉职责。对于虚假记载、误导性陈述或重大遗漏等异常情形或涉嫌违法违规，事中可责令暂停或中止发行，并实施罚款、暂停业务等处罚，事后特定期间内发行人盈利指标未达标也会触发对中介机构追责。但整体看，国内事中事后中介机构追责制度仍存优化空间。

**美英为代表的发达市场严格规范中介机构。**以美国、英国为代表的发达市场监管认为以承销商为主导的中介机构是发行人与投资者之间的桥梁。投资人依赖中介机构信誉、重要信息掌握，因此中介机构在发行和持续督导中承担谨慎核查义务。监管从保护投资者、确保市场公平交易、促进符合商业道德交易的目的出发制定健全法律，核心围绕中介机构尽职调查义务（“due diligence”），要求机构承担高风险和付出巨大努力。对于失职、违法行为跟踪密切、惩罚力强，倒逼中介机构履行自身职责。

图表21： 中介机构追责对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
处罚措施	口头警示、书面警示、监管谈话、要求限期改正等相应监管措施或者实施通报批评、公开谴责等纪律处分、3个月-3年不接受申请或信息披露	通报批评、公开谴责、暂不受理出具的文件。	责令改正、警告、通报批评、公开谴责、没收业务收入、罚款；吊销资质、行政处分、3个月-3年暂不受理其出具的文件等	行政和解；谴责；冻结资产或没收、返还非法所得；罚款；永久或临时禁令；构成犯罪的，判处有期徒刑或拘役	申诫；严重申诫；警示通知；冻结或没收资产；返回违法所得；罚款；吊销资质；构成犯罪，判处有期徒刑或拘役	监察、调查及纪律处分；谴责；交回利润；赔偿；罚金；施行禁令；取消资格；情节严重者，处以监禁	行政和解；谴责；资产冻结；没收或返还非法所得；赔偿损失；刑事处罚；禁令；暂停资格；构成犯罪的，判处有期徒刑

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

**追责制度明确义务、拉长期限和加大惩罚力度，保护各项市场机制落到实处。**明确违法行为并保证一定弹性，能够充分避免发行人和中介机构利用法律漏洞侵犯合理权益，保证各项机制有效运营。同时通过拉长追责期限和加大惩罚力度，能够显著提高警示威慑效应，防止发行人和中介机构知法犯法。追责制度的合理运行是保障市场平稳有序的重要基石。

**科创板明确中介机构受理即担责，明确纪律处分行为和惩罚措施。**发行上市申请一经受理，发行人及其控股股东、实际控制人、董监高，以及相关中介机构即须承担法律责任。日常监管中，一旦发现中介机构在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏、违规占用上市公司资金、违规担保等情形中未勤勉尽责等行为，监管将会通过口头警示、书面警示、监管谈话、要求限期改正等相应监管措施或者实施通报批评、公开谴责等纪律处分。对于信息披露存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，监管可采取3个月至3年内不接受保荐机构、证券服务机构提交的申请文件或信息披露文件，1年至3年内不接受保荐代表人及其他相关

人员、证券服务机构相关人员签字的申请文件或者信息披露文件的纪律处分。我们预计，监管将不断完善对追责机制，保障中介机构切实履行职测。

### 6.3 投资者保护：完善投资者保护，增强市场信心

以美英为代表的发达市场通过完善立法、专业机构和高效执行形成全面有效的投资者保护。以美国、英国为代表的发达市场中，投资者保护法律体系健全，部分甚至制定专项法律保障中小投资者权益。在法律规定上，投资者门槛合理、诉讼渠道畅通，集体诉讼、团体诉讼等诉讼机制发达，中小投资者也能够落实自我保障。部分市场针对中小投资者给予优惠程序，提高投资者保护执法效率和覆盖广度。此外，投资者保护机构专业、健全，是高效执行和额外补偿的有力武器。

图表22：投资者保护对比

	科创板	主板	创业板	美国纳斯达克	英国 AIM	香港创业板	台湾上柜市场
追偿渠道	待完善	协商、和解、投诉举报或诉讼程序	协商、和解、投诉举报或诉讼程序	调解、仲裁和诉讼	调解、仲裁和诉讼	调解、仲裁和诉讼	调解、仲裁和诉讼
诉讼制度		单独诉讼、共同诉讼、代表人诉讼	单独诉讼、共同诉讼、代表人诉讼	集体诉讼	集体诉讼	香港证监会直接提起诉讼	团体诉讼
专门机构		证监会、交易所	证监会、交易所	SEC、FINRA、SIPC	交易所、FSA、FSCS	证监会、联交所、ICG	交易所、SFIPC
专门法律		《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003)	《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(2009)	《证券投资者保护法案》	《金融服务法》(1986)、《金融服务和市场法》(2000)	无	《证券投资人及期货交易人保护法》(2002)、《金融消费者保护法》(2011)、《内控制度标准规范:金融消费者保护之管理》

资料来源：上海、深圳交易所，SEC，纳斯达克交易所，伦敦交易所，香港证监局，香港联合交易所，台湾证券交易所，华泰证券研究所

投资者保护机制是投资者信心和热情的重要源泉。只有投资者保障可预期，才能够保持投资者信心和热情，提升市场流动性和稳定性。同时，投资者保障倒逼发行人和中介机构履行应尽义务。监管机构追责和投资者诉讼两重约束下，避免发行人和中介偏离规范跑道。完善保护机制对实现向注册制平稳过渡。

科创板保护投资者合法权益。科创板多项制度设计强调保护投资者合法权益。我们预计未来监管也将持续优化投资者保护机制，充分激发投资者对市场的信心。



## 券商是制度践行者和受益者，变革驱动投行高阶转型

券商是科创板制度革新的核心践行者和受益者。证券公司是多层次资本市场的建设者和参与者，设立科创板和试点注册制引领的资本市场革新，需要通过券商落到实处。同时，科创板和注册制试点推动多层次、高效、稳健、市场化的资本市场体系完善，为券商发展提供良性发展土壤。券商将直接受益于科创板设立和注册制试点。

券商投行条线在市场变革驱动下寻求高阶转型。科创板带来资本市场深刻变革，要求证券公司调整发展战略和业务模式，在管理思路、市场营销、风险控制、人员配置等方面做好充足准备。我们追溯投行业务历史经验，审视业务当前发展瓶颈，**阐明科创板深刻变革中券商投行业务未来方向。**

### 1. 追溯投行历史脉络：政策引导市场增量，影响行业格局

中国资本市场起步于1990年，在监管政策领导下探索前进、改革创新。券商投资银行业务伴随资本市场的建设完善与跌宕起伏，不断发展壮大。整体看来，政策监管指引对券商投行的战略方向及业务节奏影响深远。政策调整往往引领券商投行各条线进入机遇和挑战并存的新阶段。

政策引导下的多层次资本市场建设和机制完善，为券商投行业务增量构建制度基础，不断打磨行业内部竞争格局。券商投资银行股权融资、债权融资、并购重组的业务体系持续完善。

#### 1.1 IPO 业务发展演绎

**(1) 2001-2005年，新股发行实现从审批制到保荐制过渡，券商投行职能大幅提升：**2001年新股发行制正式实现从额度审批制到通道制转变，券商在项目选择和业务开展上开始拥有独立话语权。2005年保荐制度全面实施，券商投行正式完成从通道业务向更具自主性的专业辅导审核过渡，券商在新股发行中的作用大幅提升。

**(2) 2006-2009年，股权分置改革完成推动大批大盘股IPO，券商投行业务迎来第一个黄金增量期：**2006年伴随股权分置改革工作完成，大批超大盘股票登陆资本市场，同时推动新股发行募资金额显著提升，券商资本市场迎来21世纪第一个新股发行黄金期。以中信、中金、国泰君安为代表的一批券商深耕大型项目，打造了核心资源和执业优势，从而享受垄断性市场份额。

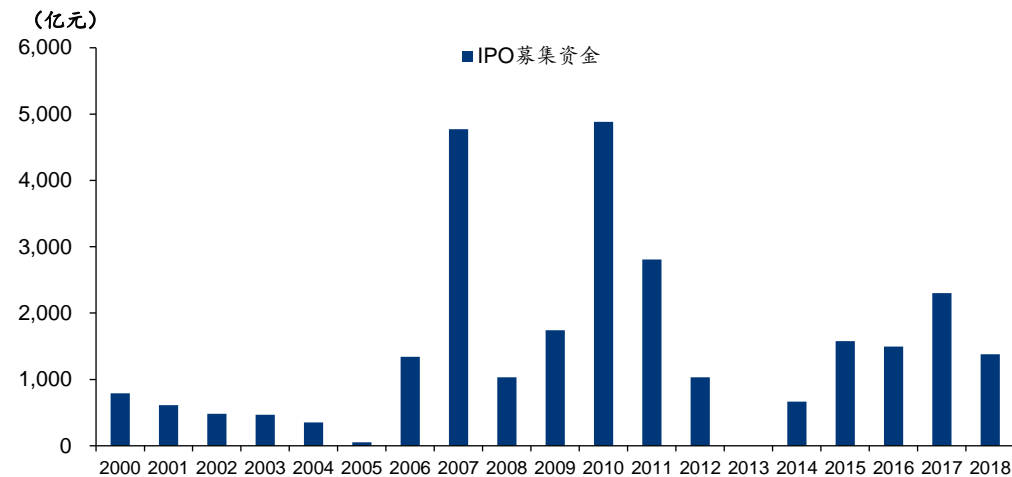
**(3) 2009年，新股发行体制改革推动券商承销费用和募集资金总额挂钩，券商投行承销收入大幅提升：**2009年6月证监会正式发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，在新股定价、承销机制、发行数量等方面健全完善发行制度。此后券商投行承销功能得到重视，大型券商纷纷建立专门承销的资本市场部，强化销售实力。承销费用和募集资金总额也逐渐挂钩，推动投行承销收入大幅提升。

**(4) 2010年-2015年，大批中小企业在中小企业板和创业板上市，投行业务迎来第二个黄金增量期：**2004年中小企业板和2009年创业板的相继开通，上市条件相较主板更为宽松，为优质中小企业通过资本市场融资奠定制度基础。伴随中小板市场逐步发展成熟，2010年和2011年，大量优质中小企业登陆中小板和创业板，募集资金额的快速放量推动券商新股融资业务规模大幅提升。伴随中小企业及创业板启动，大批中小企业登录资本市场，长期紧跟中小项目的券商迎来业务快速增长。深耕中小项目的“华南五虎”国信证券、广发证券、平安证券、招商证券和华泰联合证券快速崛起，承销规模和承销收入市占率不断提升，构建起与龙头券商竞争的综合实力。券商投行业务竞争局面初步形成。



**(5) 2016-2018年，监管推动“IPO常态化”，加大审核力度，引导资金向新兴产业集中：**监管强调保持首次公开发行的常态化，切实加大发行质量审核力度，进一步严把IPO审核质量关，投行业务进入严监管周期。同时，监管重点引导社会资金向具有自主创新能力的科技企业集聚，高新技术企业在IPO中占比明显提升，促进A股市场结构优化。

**图表23： 2000-2017IPO 募集资金金额**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 1.2 再融资业务发展演绎

再融资作为新股发行的重要补充，随着上市公司发展壮大，再融资需求也不断提升。同时，由于公开再融资对市场会产生一定分流影响，因此非公开发行融资成为再融资主流。

**(1) 1998年以前，以配股为主的再融资。**1992年以前，配股由监管部门统一批准，没有正式监管政策。1992年-1994年，证监会逐步完善并正式颁布上市公司配股相关政策措施，为配股的顺利开展铺平道路。与此同时，其他再融资渠道也得到了一定发展。1997年监管正式同意选择有条件的公司利用可转债进行融资试点，开启股权再融资的新渠道。

**(2) 1998—2001年，以配股为主的再融资，增发和可转债逐步发展。**1999年监管进一步放宽配股条件，政策环境优化下2000年配股市场扭转了1999年的下滑趋势。同时，增发和可转债也开始逐步发展。从1998年开始，我国上市公司通过配股、增发和可转债进行再融资的三条渠道基本确立，但是2001年以前再融资的模式仍以配股为主。

**(3) 2001—2004年，配股、增发和可转换债并重的再融资格局。**2001年，监管进一步降低对配股的政策要求。低门槛的增发导致再融资企业大幅增长，而偏低的收益率水平引起了市场的抵触。与此同时可转债开始兴起，2001年监管颁布政策规定发行主体只能是上市公司，发行由原来的审批制改为核准制。2002—2004年可转换债券的融资额都保持较高水平，并且在2003年首次超过增发和配股成为我国上市公司再融资首选方式。

**(4) 2005年—2014年，股权分置改革后的迅猛发展期，定增规模大幅增加，开始形成以定增为主的再融资格局。**股权分置改革开始后，再融资基本停止，直到2006年9月股改基本完成后才重启。此后再融资规模大幅上升，定向增发达到千亿级规模，2010-2013年定增资金都超过了3000亿元，甚至超过IPO募集资金总额。

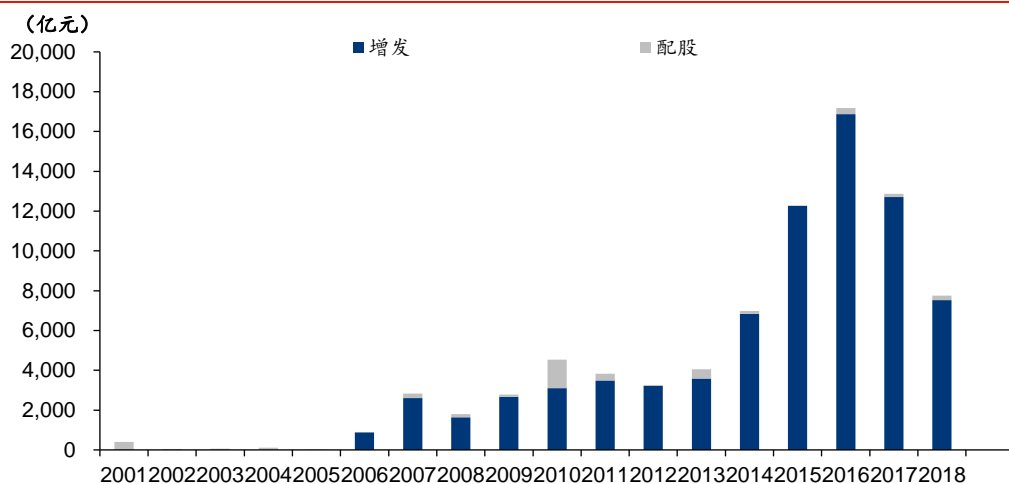
**(5) 2015年—2017年2月，融资性定增和并购重组双重驱动下，定增规模攀上新高位，以定增为主的再融资结构趋势强化。**融资热潮中蕴藏不合理倾向。定向增发发行条件相对宽松、定价时点选择多、发行失败风险小，继续受到上市公司追捧。在定向增发驱动下，2015年再融资规模达12295亿元，较2014年6980亿元的总量几近翻倍。其中，融资性定向增发维持增长趋势。而2015年监管加大并购重组融资力度，驱动以资产置换重组、

壳资源重组和实际控制人资产注入等原因触发的发行股份购买资产项目成为定向增发规模大幅上升的另一重要因素。2015-2016年，再融资规模持续攀升历史高位。同时，市场也开始出现过度融资、跨界炒作和脱实向虚等再融资倾向，再融资以非公开发行为主的结构失衡也日趋显著。

**(6) 2017年2月—2018年11月，新规出台定向增发规模边际回落，业务步入良性发展轨道。**针对定向增发出现的不合理倾向，2017年2月证监会对上市公司非公开发行股票相关细则修订，再融资新规正式出台。新规收紧定增规模，限制再融资频率，引导再融资结构改善。在监管引导下，市场回归理性，再融资中定向增发规模边际收缩，业务发展步入良性发展轨道。

**(7) 2018年11月，监管再次修订再融资规定，放宽再融资频率和资金用途，有望提升再融资效率。**

图表24：2000-2017再融资（增发+配股）募集资金额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 1.3 并购重组发展演绎

在企业改革、产业升级转型、供给侧改革等政策下，并购重组交易数量和交易规模不断迎来发展机会，在券商投行业务中的比重不断提升。

**(1) 1997—2004年，受国有企业改革政策影响，促使兴起并购重组热潮：**国内上市公司并购重组兴起于1993年，1997年国有企业改革政策催生大量存量资产调整需求，从而带来了第一次并购重组热潮。以中信、中金、海通、国泰君安为代表的部分大型券商投行部门纷纷成立并购部门，涉水并购重组业务。

**(2) 2005—2009年，股权分置改革催生并购重组热潮：**股权分置改革推动行业并购重组浪潮。同时2006年上市公司收购管理办法出台、2008年上市公司重大资产重组出台，为并购业务迅速崛起奠定制度基础。上市公司重大资产重组制度明确可以将股权作为支付手段，使资产置换、整体上市成为可能。且IPO关停驱动壳资源价值提升，借壳上市和整体上市成为并购重组的主要类型，产业并购占比相对较小。由于并购重组失败率较高、财务顾问费相对较低，因此仅有十余家券商设立专供于并购业务的团队，且以服务大型项目为主。中信、中金延续大项目优势，中信建投、海通、国泰君安、西南证券等依托地缘优势获得较多市场份额。

**(3) 2010年—2012年，国企改革、促进企业兼并重组政策，产业并购增长带来并购新浪潮：**国家政策推动国企资产重组。2010年9月6日，国务院办公厅发布《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，决定进一步推进资本市场企业并购重组的市场化改革，充分发挥资本市场推动企业重组的作用。在此潮流下产业并购大幅增长。

**(4) 2013年—2014年，民营企业并购重组浪潮，新兴产业并购需求大幅提升：**随大型国企资源不断减少，民营企业并购需求增长。伴随并购重组分道制改革2013年推出、中小企业板和创业板活跃度提升、新兴产业大力发展，中小企业跨界整合需求强化，并购重组业务迎来大爆发。

**(4) 2015年至今，并购重组规模持续走高。**2015年并购重组政策利好频出，加大并购重组融资力度，并从并购重组制度、审批程序、制度方式等方面鼓励上市公司兼并重组，激发市场活力。国企深化改革、上市公司“+互联网”、境外上市企业回归和海外并购重组等，驱动并购重组规模不断走高。

## 2. 审视投行现时瓶颈：业务同质化竞争，综合能力待完善

当前，行业发展进入竞争实力转变和服务能力升级的新阶段，同时投行业务也面临业务同质化竞争削弱牌照红利和综合能力尚不完善的发展瓶颈。

**业务竞争削弱投行牌照红利。**新股发行常态化进行，大部分优质项目已经通过资本市场实现融资，项目资源增量边际放缓，加剧行业竞争态势。同时，各家券商注重大小项目协同发展，投行业务同质化竞争趋势日趋显著。投行的牌照优势被削弱，如何改变“靠天吃饭”命运、打造差异化优势、增加客户粘度、获得长期业务价值，是实现当前投行业务发展当务之急。

**注册制模式倒逼投行提升执业能力、转变核心竞争力。**当前新股发行核准制模式下，监管承担项目“守门人”职责，投资银行在新股发行中本质上仍承担中介通道职能。而在注册制模式下，监管重心将转向合规审查，投行需要协助发行人充分履行信息披露和风险提示的职责，并对发行结果承担相应的责任。业务模式变化要求投行迅速完成执业能力和核心竞争力转变。一方面，注册制需要投资银行形成与职责相匹配的综合服务能力。另一方面，项目资源和监管资源优势等传统投行业务优势在注册制下或无法成为业务大发展的绝对保障。

**新经济浪潮下投行业务服务新经济企业服务能力有待提高。**投行业明确行业分组重要性，根据产业发展脉络设立行业组构建优势。在创新驱动战略的背景下，产业升级转型稳步推进，代表新经济的创新企业不断涌现，在实体经济中的作用日益显著，但是当前投行服务新经济领域的综合能力仍有待增强。首先，新经济企业重视知识和研发创新能力，同时企业跨界融合和多样化的形态，决定其与投行服务的传统企业差别较大，部分投行对新经济企业理解不深、专业服务能力不足。其次，过去受资本市场制度限制影响，大部分新经济企业无法在A股市场募集资金，导致部分投行对新经济企业不够重视。最后，新经济企业具有高成长性和高风险性，对采用多元融资方式更为依赖，部分投行融资服务局限于传统单一的投融资方式，无法满足企业融资需求。

### 3. 明辨投行转型趋势：科创板等政策红利驱动高阶转型

#### 3.1 把握政策红利窗口期，拓宽投行业务边界

监管态度向“促发展”倾斜，券商需要把握好投行转型关键窗口期。2018年下半年以来，监管对行业的政策支持力度持续加大，政策出现“促发展”的态度倾斜，未来“严监管”和“促发展”将更趋平衡。与监管基调匹配的政策措施也应时而生，设立科创板并试点注册制、持续推动IPO常态化、深化并购重组市场化改革、边际放宽再融资规定等政策措施相继推出，助力投行业务拓宽边界、提质增效。政策大力支持为投行转型带来重要的转型窗口期，投资银行需要把握契机布局，攫取发展先机。

科创板是政策态度转向的重要表现之一，有望直接增厚证券公司承销及交易佣金收入。科创板推出后将迎来新经济企业发行上市潮，有望增加投行承销保荐业务收入。同时，科创板推出使投资者能够共享新经济企业发展红利，有望吸引风险偏好较高的增量资金进入股市，且交易机制灵活催生市场活跃度和流动性，将为券商带来可观的交易佣金收入。

图表25：2018年投行业务相关政策

时间	机构	主要内容
<b>并购重组</b>		
2018年10月8日	证监会	推出“小额快速”并购重组审核机制
2018年10月12日	证监会	放宽发行股票购买资产配套资金使用，允许募集资金用于补充上市公司和标的资产流动性、偿还债务
2018年11月1日	证监会	试点定向可转债并购支持上市公司发展
<b>再融资</b>		
2018年11月9日	证监会	放宽再融资募集资金用途和时间间隔： 1) 再融资募集资金可用于补充流动资金和偿还债务； 2) 时间间隔由18个月缩短为6个月
<b>发行上市</b>		
2018年10月20日	证监会	IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月
2018年11月5日	习近平主席	设立科创板并试点注册制

资料来源：证监会，华泰证券研究所

#### 3.2 构筑投资银行核心价值，驱动综合竞争力提升

科创板制度设计引导投行在新股定价和配售制度等环节发挥核心作用，投行将从单纯倚赖牌照优势向打造定价能力、业务能力和资本实力等综合竞争力转型。模式转型引导投行职能从倚赖牌照优势承销发行向价值引导和资源配置回归。科创板和注册制制度体系下，项目成功发行并保持持久竞争力，需要投行着力打造定价能力、销售业务能力和资本实力等综合竞争力。定价和配售机制要求券商对企业价值、机构客户需求进行市场匹配，实现合理定价并且成功销售。此外，承销商可参与战略跟投制度下，承销商将以自有资金参与新股认购，在享受发行人股票上涨带来资本红利的同时，也需要不断夯实资本实力，磨练价值发现和风险控制等专业能力。

综合竞争力服务增加费率溢价并构筑差异化定价壁垒。美国投行承销费率按项目规模不同大致稳定于5-7%区间，而A股平均承销费率在4%-5%区间，并且年度间费率波动较大。科创板注册制对投行的定价、保荐、销售、风控等综合业务能力要求更高，提供综合投行业务服务，投行费率溢价能力提升。同时研究、做市、资本中介等发行后配套服务上构筑差异化格局，实现客户黏性和业绩双赢。发达市场中，发行上市综合能力和发行后配套服务能力强的大型券商，享有议价主动权，并且服务壁垒切实保障客户黏性。例如，高盛将投行服务与研究业务联系，为承销发行客户提供研究报告覆盖服务。在我国由于防火墙限制尚无法复制类似模式，但寻求投行与券商其他业务创新型协作是发展的重要方向。

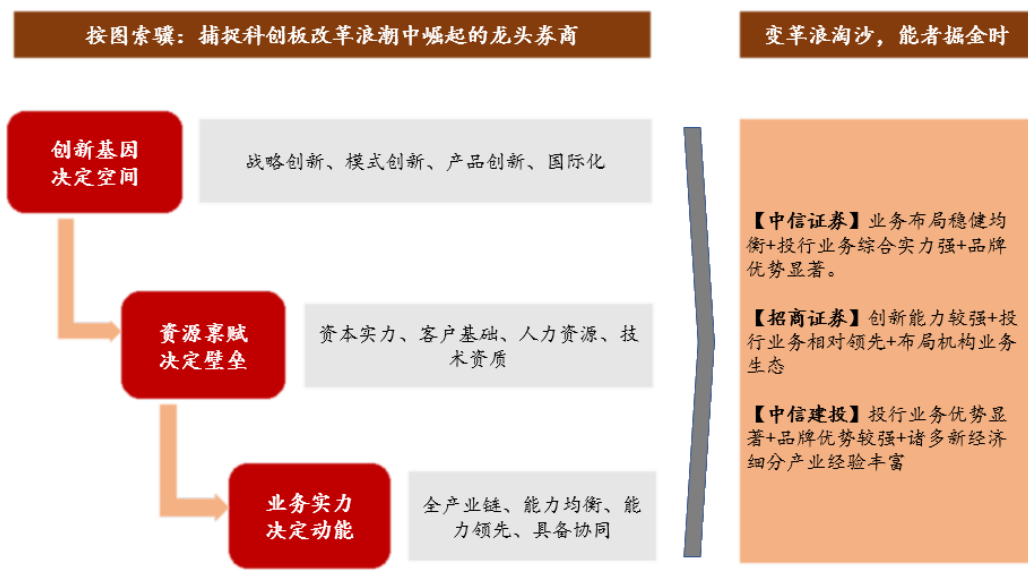
科创板加速打造全生命周期的“大投行”体系，实现全产业链协同和价值延伸。科创板推动资本市场深化发展、激发企业金融需求背景下，投资银行将加速探索“以业务为导向”向“以客户为导向”转型，协同各部门资源，打造以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的“大投行”体系，实现全产业链协同和价值延伸。“大投行”模式将伴随企业生命周期。**初创时协同股权投资。**虽然目前券商“保荐+直投”模式被限制，但不削弱业务连通性。券商股权投资赋予早期企业资金和战略资源支持。**上市前协同资本中介。**企业发展壮大持续需要资金，若开展并购重组将激发产生额外资金需求，券商可通过资本中介。**上市后提供做市、市值管理和财富管理等长期服务。**科创板将引入做市商业务，投行流动性创造能力一方面有利于提升发行上市时投行的议价权，另一方面在上市后投行可通过做市赚取价差和证券借贷收入。高盛、摩根斯坦利等全能型投行权益类做市业务收入占营收比例可达20%左右，有望为投行开辟盈利新增长点。同时上市后券商还可提供市值管理和财富管理服务，持续获取丰厚收入。

**优质券商综合实力优势显著，业务将进一步向头部集中。**优质券商综合实力强劲，在执业、人才、渠道、研究等方面资源禀赋领先，有望率先构筑核心竞争实力，未来投行业务资源将向大型券商集中，加剧行业分化格局。



## 按图索骥捕捉科创板改革浪潮中崛起的龙头券商

图表26：按图索骥，甄选标的



资料来源：华泰证券研究

**按图索骥：创新基因决定向上空间，资源禀赋构建业务壁垒，业务资质决定前行动能。**科创板和注册制试点携资本市场深层次改革浪潮而来，为行业创造变革契机，同时也将重塑行业格局，加剧行业分化。从三大维度甄别优质公司：第一，创新基因决定公司向上空间。战略、模式和产品创新能力强的券商有望充分把握时代机遇。第二，资源禀赋构建业务壁垒。公司资本实力、客户基础、人力资源、技术资质等资源禀赋优势将成为行业竞争壁垒，禀赋占优的券商将攫取发展先机。第三，业务实力决定前行动能。科创板完善发行上市、交易、信息披露和退市制度，证券行业向着现代投资银行转型发展，全产业链能力均衡运营、能力领先且具备协同能力的龙头券商将取得竞争优势。

### 优选标的：变革浪淘沙，能者掘金时

**逻辑一：**全业务链发展的行业龙头。推荐业务布局稳健均衡，投行业务综合竞争实力强、品牌优势显著，前瞻布局创新业务的中信证券。

**逻辑二：**推荐创新能力较强，投行业务相对领先，机构客户基础扎实的招商证券。

**逻辑三：**投行业务特色优势显著的大型券商。推荐投行业务特色优势显著，品牌优势较强，在诸多新经济细分产业有丰富项目经验的中信建投。

### 风险提示

1、政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。

2、市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com