

# 科创板：引领资本市场变革

—最全面的细则梳理及分析

证券分析师：马婷婷

执业证书编号：S0680519040001



# 目录

## Contents

## 1. 科创板：管理层高度重视，快速落地

## 2. 科创板制度详细梳理

- 上市审核
- 如何参与配售？
- 交易机制
- 退市制度

## 3. 科创板推出的意义？

- 经济转型：支持科技创新、战略新兴产业
- 引领资本市场变革

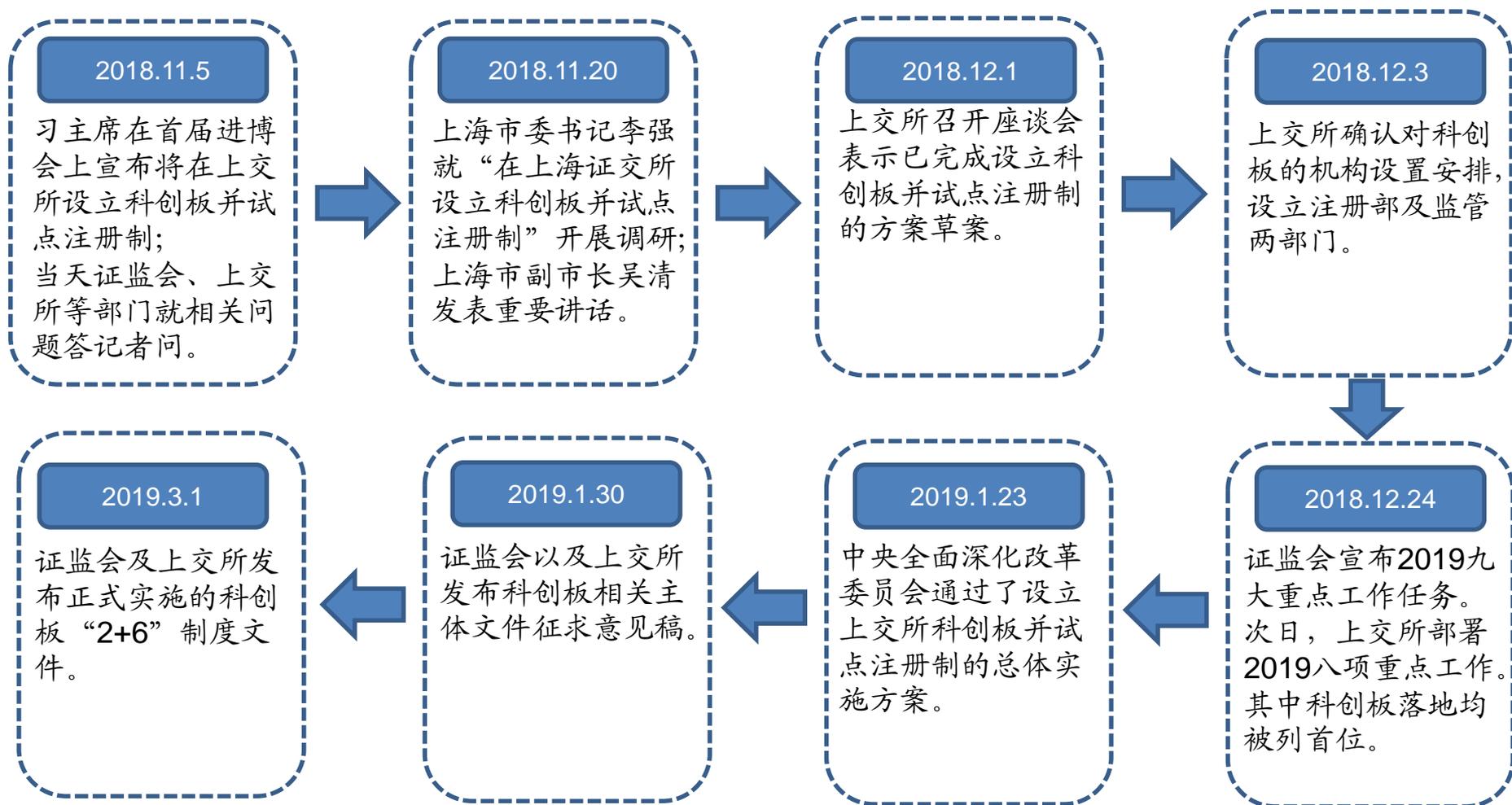
## 4. 科创板为券商带来了什么？

- 投行业务发展方向：提升定价及销售能力
- 业绩贡献：每年可为券商带来42亿的收入，占营收比重1.6%
- 重点关注：中信证券、中信建投、华泰证券等

# 一、科创板：管理层高度重视，快速落地

- 自2018年11月5日，习主席宣布即将在上交所设立科创板并试点注册制起，到2019年3月1日，证监会及上交所发布正式实施的科创板制度文件，仅3个月左右的时间。

图：科创板推进时间轴



## 二、科创板制度详细梳理

### 2.1 上市审核

- 注册制：流程及时限
- 科创板定位及行业范围
- 上市标准（包括红筹企业、表决权差异安排）及中外对比

### 2.2 如何参与配售？

- 投资者：个人、机构、战略投资者
- 利益相关方：保荐机构、承销商、高管及核心人员

### 2.3 交易机制

- 中外对比
- 减持制度

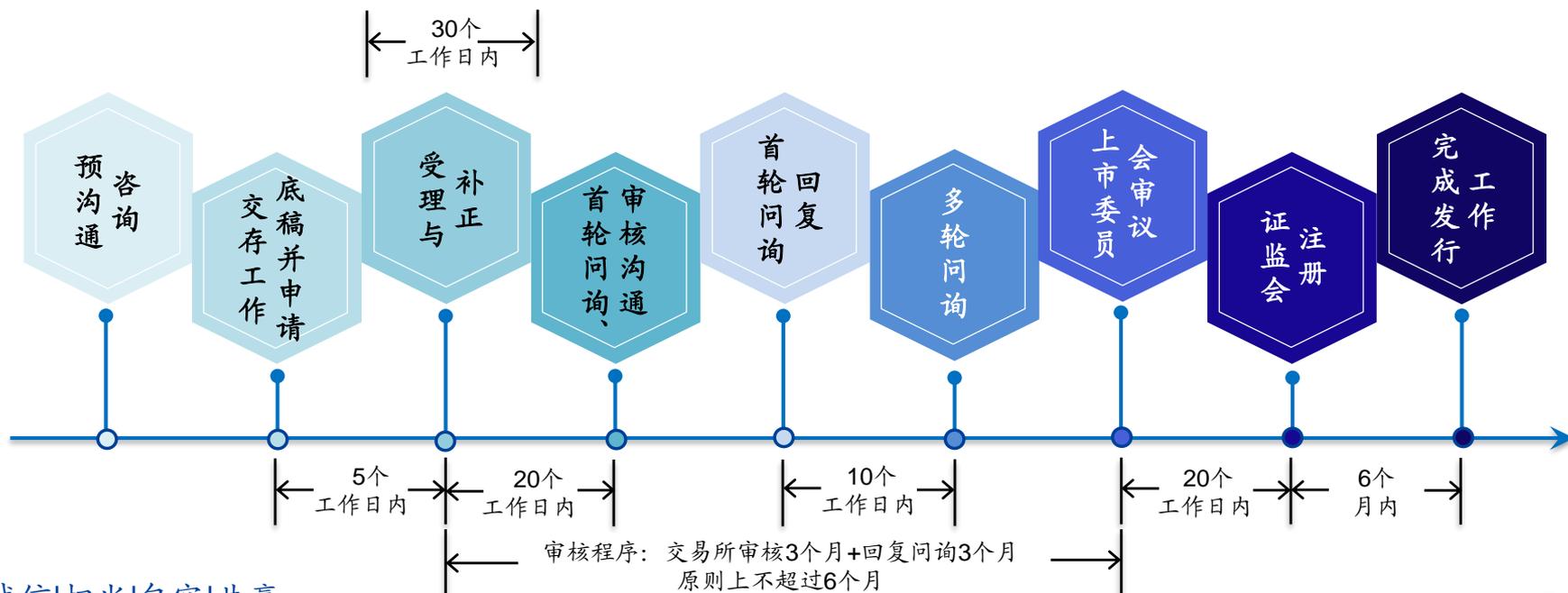
### 2.4 退市制度

- ▶ **四大制度改革：实行注册制、允许未盈利企业上市、允许表决权差异架构的公司上市、允许红筹企业上市。**
- ▶ **注册制：上交所负责审核，证监会负责发行注册。**

审核时限缩减，发行效率提升。之前A股上市为证监会核准制，申报至获批上市的时间不一，平均周期在1年以上（由于监管节奏不同，速度不同）。

- ✓ **上交所：**不超过6个月。（上交所受理上市申请文件至出具审核意见不超过3个月；发行人及相关机构回复审核问询时间不超过3个月。）
- ✓ **证监会：**在20个工作日内回复是否同意注册。

图：科创板上市审核流程



- ▶ **科创企业定位与行业范围：**以科技产业为代表的、符合中国经济转型方向的企业

## ◆ 科创企业定位

- ▶ 面向世界科技前沿；
- ▶ 面向经济主战场；
- ▶ 面向国家重大需求。

### 优先支持：

- ▶ 符合国家战略；
- ▶ 拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营；
- ▶ 具有稳定的商业模式；
- ▶ 具有较强成长性；
- ▶ 市场认可度高，社会形象良好。

## ◆ 行业范围：高新技术及战略新兴产业

- ▶ 信息技术；
- ▶ 高端装备；
- ▶ 新材料；
- ▶ 新能源；
- ▶ 节能环保；
- ▶ 生物医药。

# 2.1 上市审核—上市标准

## 首次IPO的企业在科创板上市:

- ✓ 五项上市标准，发行人至少符合其中一项。对市值、盈利、营收、研发投入、经营性现金流、产品及行业特性的不同要求做差异化安排。

图：科创板上市标准

	预计市值	利润	营收	研发投入	经营活动产生的现金流	权益	其他
标准1	≥10亿	最近两年净利润均为正+ 累计不低于5000万 最近一年净利润为正+营 收≥1亿				1) 发行后总股本 ≥3000万;  2) 公开发行股份占比 25% (股本≤4亿);  公开发行股份占比 10% (股本≥4亿)	
标准2	≥15亿		最近一年≥2亿	最近三年累计 占营收比例 ≥15%			
标准3	≥20亿		最近一年≥3亿		最近三年净额累 计≥1亿		
标准4	≥30亿		最近一年≥3亿				
标准5	≥40亿						主要业务或产品市场空间大、 已取得阶段性成果。 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。

备注：净利润以扣除非经常性损益前后的孰低者为准。所称净利润、营业收入、经营活动产生的现金流量净额均指经审计的数值。

## ➤ 红筹企业 & 表决权差异安排：允许该类企业在科创板上市

图：红筹企业与表决权差异安排具体制度梳理

红筹企业（相比征求意见稿进一步明确上市标准）	表决权差异安排
<p><b>上市标准：</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) 预计市值不低于人民币100亿元</li><li>2) 预计市值不低于人民币50亿元且最近一年营业收入不低于人民币5亿元</li></ol>	
<p><b>定义：</b> 指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业。</p>	<p><b>定义：</b> 发行人在一般规定的普通股份之外，发行拥有特别表决权的股份（表决权数量大于等份普通股）。</p>
<p><b>定位：</b> 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位且尚未在境外上市</p>	<p><b>设置前提：</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) <b>时间要求：</b>在上市前设置且需经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过。</li><li>2) <b>权利要求：</b>普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同。</li></ol>
<p><b>法律适用性：</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) <b>境外注册地法规：</b>股权结构、公司治理、运行规范等事项；</li><li>2) <b>境内法规及证监会：</b>投资者权益保护水平（资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等）并保障境内存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当。</li></ol>	<p><b>特别表决权：</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) <b>权利限制：</b>每份特别表决权股份的表决权数量应当相同（不得超过每份普通股份的10倍）；</li><li>2) <b>主体资格限制：</b>股东权益合计应当达到全部已发行有表决权股份10%以上；</li><li>3) <b>增发限制：</b>不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例；</li><li>4) <b>交易限制：</b>不得在二级市场进行交易，但可以按照交易所有关规定进行转让。</li></ol>

- ▶ **上市标准更贴近国外发达国家（如美国纳斯达克）。**不同于我国A股主板和创业板注重财务指标的上市标准，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。
- 科创板五项上市标准中仅有一项要求净利润，更加重视市值、现金流、研发投入等综合指标。

图：科创板上市标准与主板、纳斯达克对比

	市值	利润	营收	研发投入	现金流	资产	权益	其他
科创板 (5条标准选其一)	≥10亿	√	√				发行后股本 总额+公开发 行比例	主要业务或产品市场 空间大、已取得阶段 性成果
	≥15亿		√	√				
	≥20亿		√		√			
	≥30亿		√					
	≥40亿							
主板 (均需满足)		√			√	无形资产	发行前股本 总额	不存在未弥补亏损
创业板 (均需满足)		√	√			净资产	发行后股本 总额	持续经营三年以上+ 不存在未弥补亏损
纳斯达克 (4条标准选其一)		√						
	√		√		√			
	√		√				总资产	股东权益

## 2.2 如何参与配售？ -- 投资者

- **定价方式：**发行人和主承销商可以通过初步询价确定发行价格，或者在初步询价确定发行价格区间后，通过累计投标询价确定发行价格。价格（或区间）确定后，提供有效报价的投资者可参与申购。
- ✓ **有效报价：**网下投资者申报的不低于主承销商和发行人确定的发行价格或发行价格区间下限，且未作为最高报价部分被剔除，同时符合主承销商和发行人事先确定且公告的其他条件的报价。
- ✓ **投资风险特别公告豁免情况：**发行价格对应的市盈率高于同行业上市公司二级市场平均市盈率，但未超过有效报价（剔除最高报价部分后）的“中位数和加权平均数孰低值”。
- **参与配售的投资者：**包括个人投资者、机构投资者和战略投资者，不同类型要求不同。

图：投资者参与配售情况

投资者	具体内容
个人投资者	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 只可网上申购：</li><li>1) 适当性要求：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+参与证券交易24个月以上；</li><li>2) 持仓市值达1万元。不满足的可通过认购公募基金等方式参与投资。</li><li>➤ 申购单位：500股</li><li>➤ 申购数量：500股或其整数倍，但最高申购数量不得超过当次网上初始发行数量的千分之一，且不得超过9999.95万股</li></ul>
机构投资者	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 范围：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</li><li>➤ 网上申购：可参与</li><li>➤ 网下配售：<ul style="list-style-type: none"><li>1) 价格申报：同一网下投资者最多可申报3个不同的申购价格；</li><li>2) 配售比例： 网下初始发行比例不低于发行股票数量的70%（不超过4亿股）或80%（超过4亿股）。其中，公募基金、社保基金、养老金、企业年金、保险资金配售比例合计≥50%。</li></ul></li></ul>
战略投资者	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 配售比例：不得超过发行股票数量的30%（1亿股以上）或20%（1亿股以下）。安排向战略投资者配售股票的，应当扣除战略投资者配售部分后确定网下网上发行比例。</li><li>➤ 资金来源：自有资金+依法设立并符合特定投资目的的证券投资基金等主体（SPV）</li><li>➤ 持有期限：不少于12个月</li></ul>

## 2.2 如何参与配售？ --- 利益相关方

- **利益相关方：**除投资者外，保荐机构、高管与核心员工也可参与跟投；此外，主承销商可采用“超额配售选择权”。

图：其他利益相关方参与配售情况

其他利益相关方	具体内容
保荐机构	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>参与方式：</b>子公司跟投；</li><li>➤ <b>限售期：</b>另行规定。</li></ul>
高管与核心员工	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>参与方式：</b>专项资管计划；</li><li>➤ <b>配置比例：</b>不得超过发行股票数量的10%；</li><li>➤ <b>持有期限：</b>不少于12个月。</li></ul>
主承销商	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>参与方式：</b>超额配售选择权（即绿鞋机制），以稳定新股股价为初始目的；</li><li>➤ <b>超额配售比例：</b>不超过首次公开发行股票数15%，需与参与超额配售并同意作出延期交付股份安排的投资者达成协议；</li><li>➤ <b>行权期限与价格：</b>上市30日内，主承销商有权使用超额配售股票募集的资金，从二级市场以不高于发行价的价格买入；</li><li>➤ <b>交付时限与内容：</b>上市30日后的5个工作日内，根据超额配售选择权行使情况，向发行人支付超额配售股票募集资金，向同意延期交付股票的投资者交还股票。</li></ul>

## 2.3 交易机制：中外对比

- 交易机制尽量贴近海外。虽未采纳T+0，但允许在条件成熟时引入做市商机制，且试点无涨跌幅限制（上市前5日）。

图：科创板交易机制与主板、创业板、纳斯达克对比

	科创板	主板&创业板	纳斯达克
交易方式	竞价交易 盘后固定价格交易 大宗交易 条件成熟时引入做市商机制	竞价交易 大宗交易	竞价交易 做市商机制
成交机制	T+1	T+1	T+0
涨跌幅	20%，上市前五日不受限	10%，上市首日44%	无
两融	上市首日起均可作为标的	交易所上市交易超过3个月	无任何限制
单笔数量	1) 限价申报：单笔申报数量不小于200股，且不超过10万股； 2) 市价申报：单笔申报数量不小于200股，且不超过5万股； 3) 卖出时：余额不足200股的部分，应当一次性申报卖出。	1) 应为100股或其整数倍，单笔申报最大数量应当不超过100万股； 2) 卖出时，余额不足100股的部分，应当一次性申报卖出。	单笔申报数量无限制

### ➤ 减持制度

- ✓ **上市公司控股股东、实际控制人：**上市之日起36个月内，不得减持或提议上市公司回购该部分股份。（转让双方存控制关系或同一实际控制人控制的，可在12个月后进行交易）
- ✓ **核心技术人员：**上市之日起12个月和离职后6个月内，禁止减持；限售期满后4年内，每年可转让25%。（相比征求意见稿，将锁定期缩减为1年）

### □ 未盈利企业的减持制度：

- ✓ 在公司实现盈利前，控股股东、实际控制人、董监高及核心技术人员自公司股票上市之日起3个完整会计年度内，不得减持首发前股份；
- ✓ 此后第4-5个会计年度内，控股股东、实际控制人每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的2%。（相比征求意见稿，作出一定梯度安排）

- 科创公司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。
- 强制退市分为4种情况：重大违法类+交易类+财务类+规范类

图：科创板强制退市类型

重大违法强制退市	交易类强制退市	财务类强制退市	规范类强制退市
<p>1) 欺诈发行、信息披露重大违法或其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为；</p> <p>2) 涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为。</p>	<p>1) 连续120个交易日累计成交低于200万股；</p> <p>2) 连续20个交易日收盘价低于面值；</p> <p>3) 连续20个交易日股票市值低于3亿元；</p> <p>4) 连续20个交易日股东数量低于400人。</p>	<p>1) 最近一年扣非前后净利润为负，且营收低于1亿元；</p> <p>2) 最近一年净资产为负；</p> <p>3) 研发类企业研发失败或被禁止使用。</p>	<p>1) 因财务会计报告存在重大会计差错或虚假记载/未在法定期限内披露年度或半年度报告/信息披露或规范运作存在重大缺陷，被证监会责令改正但未在规定期限内改正，此后停牌2个月内仍未改正；</p> <p>2) 因股本总额或股权分布发生变化，导致连续20个交易日不再具备上市条件，此后停牌1个月内仍未解决；</p> <p>3) 最近一年财务报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告等。</p>

## 三、科创板推出的意义？

### 3.1 经济转型：支持科技创新、战略新兴产业

### 3.2 为资本市场带来什么影响？

- 有效构建多层次资本市场体系
- 发展注册制，推动股票发行制度变革
- 有效提升直接融资占比
- 提升投资者专业性

## 3.1、支持科技创新、战略新兴产业，符合中国经济转型的需求。

我国目前处于新旧动能转换的重要阶段，以科创企业为代表的新兴产业融资需获得资本市场的有效支持。

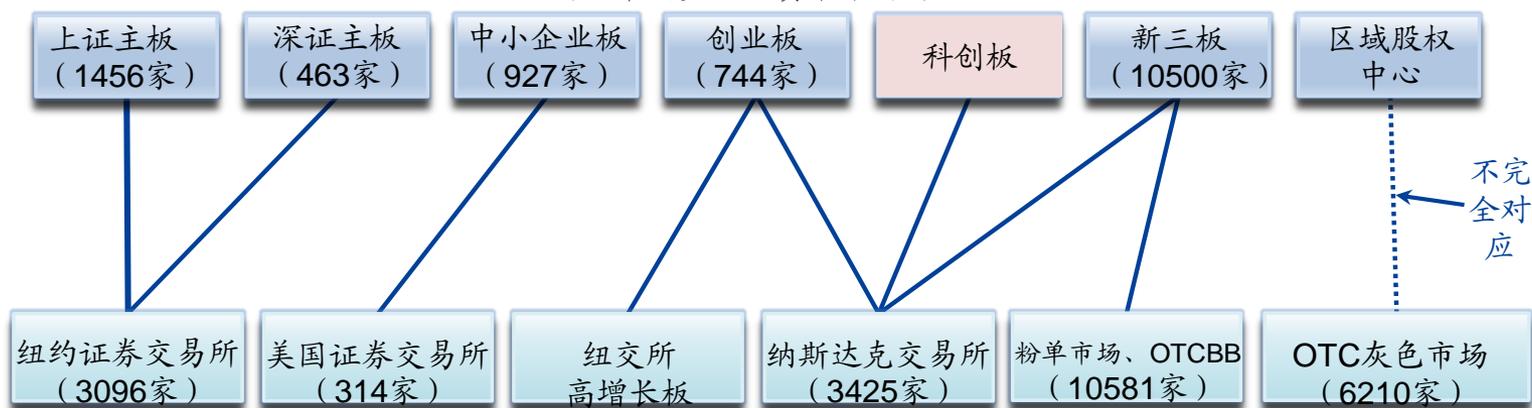
- 优先支持：符合国家战略；拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，及较强成长性的企业上市。
- 重点领域：包括信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药等。

## 3.2、为资本市场带来哪些影响？

### 1)有效构建多层次资本市场体系。

- 科创板的定位与发展：对标美国纳斯达克。成熟的资本市场，均设有定位服务于高科技企业的市场层级。如美国的纳斯达克，自1971年成立至今，上市公司数量已经超过3400家，成为全球第二大的股票交易市场。

图：中美多层次资本市场对比



## 2) 试点注册制，推动股票发行制度变革。

- ▶ 科创板企业上市，由上交所进行审核，证监会注册发行。对企业的盈利要求放宽，流程期限缩短为6个月内，且定价机制为“询价发行”；发行效率快速提升。
- ✓ 全球新股发行制度主要有三类：审批制、核准制、注册制。成熟的股票市场普遍采用注册制，因其市场化程度高、限制少、流程简单、周期较短。

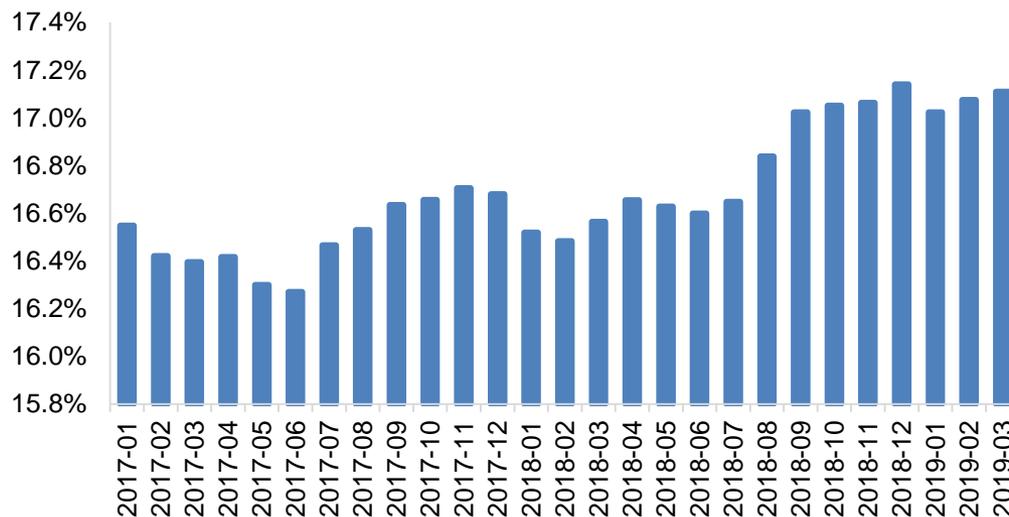
图：三种股票发行制度比较

	审批制	核准制	注册制
发行指标、额度	有	无	无
上市标准	有	有	无
审核主体	主管部门	中介机构	中介机构
发行监管性质	证监会实质性审核	证监会和中介机构分担实质审核职责	证监会形式审核、中介机构实质审核
审核效率	较低	相对较低	较高
代表地区	中国（1999年以前）	英国、德国、中国（1999年以后）	美国、日本、香港

## 3) 有效提升直接融资占比。

- 我国融资体系以间接融资为主，社融存量中直接融资（债券+股票）占比仅为17%左右。科创板的推出，符合国家大力发展直接融资的方向。若每家科创板企业募集资金为10亿，每年约50-100家企业上市，募集资金约为500-1000亿。
- 根据证监会，早在上个世纪90年代初期，美国社融存量中直接融资比重已经超过80%，远高于我国。

图：社融中直接融资占比（存量）

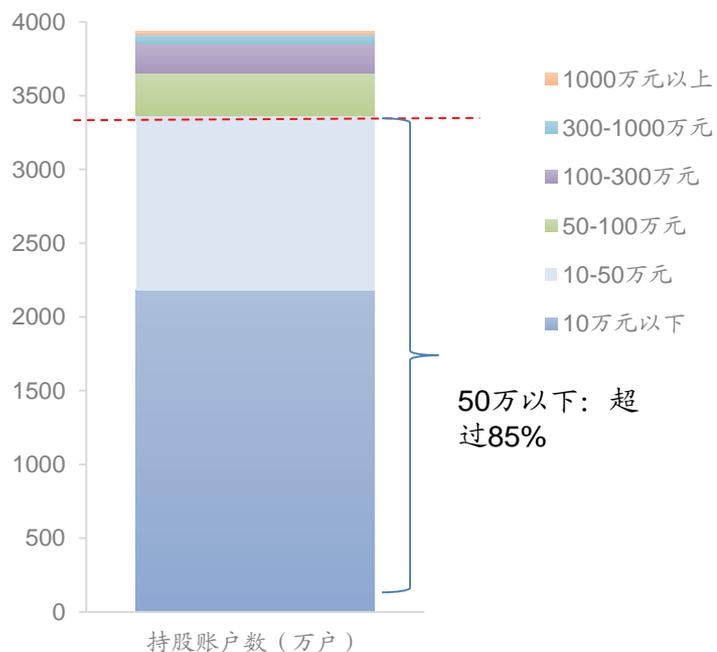


备注：社融口径披露地方政府债数据仅从17年1月开始，故在此从17年初开始计算

## 4) 提升投资者专业性。

- 科创板对个人投资者门槛（50万资产+2年证券交易经验）的设置，即提升其专业性要求，又保证了流动性。
- ✓ 根据上交所2017年数据，A股个人投资者中，50万以上持仓账户的比例仅不到15%。
- ✓ 现有A股市场符合科创板条件的个人投资者约300万人；不符合上述条件的个人投资者，可以通过认购公募基金等方式参与投资。合格个人投资者加上机构投资者的交易占比超过70%，流动性得到保障。

图：自然人投资者分布情况



## 四、科创板为券商带来什么？

4.1 投行业务发展方向：提升定价及销售能力

4.2 业绩贡献：每年可为券商带来42亿的收入，  
占营收比重1.6%

4.3 重点关注：中信证券、中信建投、华泰证  
券等

- **定价能力：**国内券商需快速提升定价能力，掌握定价权。
  - ✓ 科创板对上市企业的要求中，淡化盈利指标。A股市场现行的以PE为主的估值体系受到一定挑战。
  - ✓ 虽不再要求保荐机构发布投资研究报告，但主承销商应该向网下投资者提供研究报告。
- **销售能力：**回拨机制及超额配售选择权，都对销售能力提出要求。
  - ✓ 回拨机制：对网下投资者的申购数量进行严格要求。若低于网下初始发行量的，则直接中止发行，不得将网下发行部分向网上回拨。
  - ✓ 超额配售选择权：主承销商若采用超额配售选择权，应当与参与本次配售并同意作出延期交付股份安排的投资者达成协议。

**综合来看，科创板为券商带来新的业务机会，倒逼券商向价值型综合服务商转型。**

- 投行将整合券商内部资源，促进研究、经纪、财富管理业务的协同发展，增强客户粘性，提升综合化的服务能力。
  - ✓ 增量承销保荐项目。
  - ✓ 配售环节可获取新股配售经纪佣金。
  - ✓ 若采用“超额配售选择权”，或可获取超额投资收益。
  - ✓ 特定股东非公开转让减持带来的中介业务。

➤ **收入来源:** 上市保荐费用+子公司跟投收益+配售经纪佣金。此外,若承销商采用“超额配售选择权”,可获取额外收益。我们在此暂不考虑。

➤ **业绩贡献测算:**

**假设:**

- 1) 每家上市企业募集资金为10亿,每年上市约80家(预计50-100家);
- 2) 上市保荐费率约为5%;
- 3) 子公司跟投比例约为2%,收益每年约10%;
- 4) 配售经纪佣金为0.5‰。

**结论:** 每年可为券商带来的收入金额为: 42亿元, 占2018年券商行业营业收入的比例为1.6%。

- 个股：科创版的推出对券商发展提出挑战，也迎来新的机遇。净资本实力较强、投行及经纪能力强的龙头券商更受益。

图：净资产前十五大券商18年IPO承销数据与储备数（亿元）

券商名称	净资本（18年）	IPO承销金额（18年）	IPO承销数量（18年）	IPO项目储备数
中信证券	919.96	127.76	11	100
国泰君安	865.76	28.69	4	56
海通证券	713.77	25.03	6	82
中国银河	619.19	18.58	2	15
华泰证券	595.60	194.85	10	53
广发证券	585.63	37.95	7	125
申万宏源	583.74	0	0	51
招商证券	528.16	78.76	8	110
国信证券	445.80	45.22	2	71
中信建投	410.30	132.25	9	119
东方证券	402.35	18.84	3	53
光大证券	350.15	4.3	1	55
安信证券	324.00	25.97	2	50
兴业证券	305.61	27.99	4	60
方正证券	177.24	0	0	12

资料来源：Wind，国盛证券研究所

备注：国信证券未披露18年年报，净资本采用18年中报数据

1. 科创板推进进度不及预期;
2. 宏观经济下滑;
3. 金融政策超预期变化;
4. 市场波动可能带来一定负面影响。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。