

非银行金融

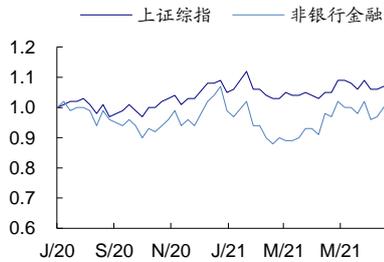
交易所九月专题

中性

(维持评级)

2021年09月29日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《支持浦东新区高水平改革开放意见点评: 资本市场改革深化, 头部券商迎来机遇》——2021-07-17
《证券行业 2021 年中期投资策略: 聚焦财富管理主线》——2021-07-11
《打击证券违法活动的意见点评: 公检法全面协同, 中概股加强监管》——2021-07-07
《保险中期策略: 龙头险企前景依然良好》——2021-07-07
《证券行业 7 月投资策略: 基金投顾扩容, 财富管理发展可期》——2021-07-06

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 戴丹苗

电话: 0755-81982379
E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

证券分析师: 王可

电话: 021-61761053
E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

北交所助力共同富裕

● 北交所: 推进资本市场变革, 助力共同富裕

北京证券交易所将直接定位于创新型中小企业, 以现有新三板精选层为基础组建, 连接新三板和沪深交易所, 起到纽带作用, 上市标准整体平移精选层, 退市制度更加多元, 转板制度预计更加灵活便捷, 交易规则尽量延续投资者的交易习惯, 实行会员管理制度, 《发行上市审核规则》、《再融资审核规则》、《重组审核规则》契合创新型中小企业发展规律。

北交所的成立有助于推动高质量共同富裕, 意义深远: (1) 北交所是中国内地第一家在非主板基础上组建的证券交易所, “层层递进”, 有纳斯达克的模样, 生态完备, 完全有潜力推动资本市场的关键变革; (2) 北交所是中国内地第一家有限责任公司制证券交易所, 可以充分借鉴国际成熟交易所最佳实践, 制定战略, 未来在上市、交易、清结算、信息分析服务和指数服务等业务环节有较大的发挥空间。

● 香港交易所: 九月市场活跃度下滑

9 月的市值环比小幅下滑, 日均交易额的环比下滑幅度收窄: (1) 9 月 (截至到 9 月 24 日, 下同) 港股总市值下跌至 56 万亿元 (环比-3.7%, 同比+4.01%), 而 7、8 月港股总市值分别为 57 万亿元 (环比-9.9%, 同比+6.7%) 和 58 万亿元 (环比+1.3%, 同比+4.8%); (2) 9 月日均交易额为 1079 亿元 (环比-2.7%, 同比+28.4%), 7、8 月份港股日均交易额分别为 1295 亿元 (环比+26.5%, 同比+5.8%) 和 1109 亿元 (环比-14.4%, 同比+16.5%)。

9 月只有三个行业的市值实现增长, 即医疗保健 (3.8 万亿元, 环比+0.4%)、能源 (2.8 万亿元, 环比+11.1%)、公用事业 (1.9 万亿元, 环比+3.91%), 而日均交易量方面, 主要是信息技术 (环比-22.2%) 和可选消费 (环比-10.8%) 的下滑显著, 严重拖累总的日均成交量。

● 投资建议: 对行业维持中性评级, 对港交所维持增持评级

长期来看, 我们认为北交所的设立不会直接冲击香港交易所的成长性, 因为香港交易所作为中国在美元体系内的唯一证券交易所, 差异性十分明显, 战略空间较大, 关键在于未来战略的方向及执行, 我们维持香港交易所的增持评级。

虽然近期股票市场的波动加剧, 但从价值投资的角度出发, 香港交易所的基本面非常坚挺, 利好持续, 长期成长的确性强, 所以我们维持“增持”评级, 维持盈利预测, 预计 2021 年至 2023 年的 EPS 分别约 11.26/13.78/16.50 港元, 维持 51 倍的 PE 目标倍数, 对应 2021 年的目标价为 574 港元。

● 风险提示: 监管政策和货币政策等风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元)	总市值 (亿港元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
00388	香港交易所	增持	474	6010	11.26	13.78	42	34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

北交所：推进产业升级，实现共同富裕

北交所的定位是打造服务创新型中小企业主阵地，有助于产业升级，而产业升级是实现高质量共同富裕的基础，可以提升各行各业的产业增加值，如此投资者和劳动者才能更加富裕。近年来，无论是注册制，还是退市制度，又或是北交所的设立，实际上都在促进产业升级，打造高质量的股票市场，让中小企业成为公众企业，将成长价值回馈给中小股东，助力共同富裕。

所以，我们认为北京交易所的设立为资本市场吹响了高质量共同富裕的号角。北交所聚焦于专精特新中小企业，在产业升级的大势下将催生大批具有划时代意义的中小企业，创造巨大的财富。例如美国上世纪末诞生的纳斯达克交易所，孕育了亚马逊、谷歌、微软和英特尔等众多划时代意义的高科技企业，有助于产业升级，有助于共同富裕。

同时，从长期来看，北交所的成长性可能非常强，对于券商而言，是有战略价值的。原因有两点：一是，北交所是中国内地第一家在非主板基础上组建的证券交易所，“层层递进”，有纳斯达克的模样，生态完备，完全有潜力推动资本市场的关键变革；二是，北交所是中国内地第一家有限责任公司制证券交易所，可以充分借鉴国际成熟交易所最佳实践，制定战略，未来在上市、交易、清结算、信息分析服务和指数服务等业务环节有较大的发挥空间，例如红筹架构。

从短期来看，鉴于北交所的投资者门槛是 50 万，并不低，同时上市公司的数量不多，生态并不完备，北交所的成长可能不是一日之功，我们判断北交所可能还是会经历多个阶段的改革，并不会在短期内引来爆发式的发展，所以对于各大券商而言，北交所仍有战略布局的时间和空间。

事件由来：国家主席宣布，证监会召开新闻发布会

2021 年 9 月 2 日，国家主席习近平在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表视频致辞，“我们将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。”

稍后，证监会在官网发文表示，坚持错位发展、突出特色建设北京证券交易所，更好服务创新型中小企业高质量发展。

2021 年 9 月 3 日证监会召开新闻发布会，就北京证券交易所有关基础制度安排向社会公开征求意见，并回答了记者提问。

2021 年 9 月 3 日，北京证券交易所有限责任公司在北京市市场监督管理局完成工商注册，为全国中小企业股份转让系统有限责任公司全资子公司。

2021 年 9 月 5 日，北京证券交易所就上市规则、交易规则和会员管理规则公开征求意见。

2021 年 9 月 10 日，北京证券交易所就发行上市审核规则、再融资审核规则、重组审核规则公开征求意见。

2021 年 9 月 17 日，证监会就北京证券交易所改革配套规范性文件向社会公开征求意见。

2021 年 9 月 17 日，北京证券交易所发布投资者适当性管理办法。

基本介绍：聚焦中小企业，完善多层次资本市场

北京证券交易所将直接定位于创新型中小企业，尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段，构建出一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排，补足多层次资本市场，发展普惠金融，

以培育一批专精特新中小企业，形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态。这将在一定程度上弥补中小企业融资难、贵这一短板，有利于扩大直接融资比例，进一步提升服务中小企业的服务能力。

多层次资本市场的完善也将助力于中小企业发展。我国资本市场经过三十多年的发展，制度体制不断完善，也逐渐形成了从主板、中小板、创业板、科创板到新三板以及区域性场外市场的多层次资本市场体系，但是我国资本市场从深度上来看依然与一些发达国家存在一定的差距。特别是我国一直存在着上市难、退市难的问题。而北交所将连接新三板现有的创新层和基础层以及沪深交易所，起到纽带作用，坚持错位发展与互联互通，发挥好转板上市的作用。

制度框架：已初具雏形，正不断完善之中

自北京证券交易所宣布设立以来，证监会及北交所相继发布了相关制度安排，目前共计已发布 28 个文件公开征求意见或公开实行，包括《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》、《证券交易所管理办法》、《非上市公众公司监督管理办法》、《非上市公众公司信息披露管理办法》、《北京证券交易所股票上市规则（试行）》、《北京证券交易所交易规则（试行）》、《北京证券交易所会员管理规则（试行）》、《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则（试行）》、《北京证券交易所上市公司证券发行上市审核规则（试行）》、《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（试行）》、《北京证券交易所投资者适当性管理办法（试行）》、《北京证券交易所投资者适当性管理业务指南》以及有关公司信息披露内容与格式准则的 14 个文件。北交所制度框架已初具雏形，各项制度在不断完善之中。

上市标准整体平移精选层。北交所直接平移了精选层的 4 套准入标准，并且每套标准各有侧重点，更加符合不同企业的上市特点。目前精选层 66 家公司都符合上市标准之一，因此预计也将会直接在北交所上市。而新增规则，发行人为在全国股转系统连续挂牌满 12 个月创新层挂牌公司，也明确了之后上市公司的来源。

表 1：各板块上市规则

	基础层	创新层	精选层	北交所	创业板	科创板	纳斯达克全球精选市场	纳斯达克全球市场	纳斯达克资本市场
共同规则	1. 依法设立且存续满两年 2. 业务明确，具有持续经营能力 3. 公司治理机制健全，合法规范经营 4. 股权明晰，股票发行和转让行为合法合规 5. 主办券商推荐并持续督导 6. 全国股份转让系统的其他条件	1. 公司挂牌以来完成过定向发行股票（含优先股），且发行融资金额累计不低于 1000 万元； 2. 符合全国股转系统基础层投资者适当性条件的合格投资者人数不少于 50 人； 3. 最近一年期末净资产不为负值； 4. 公司治理健全，制定并披露股东大会、董事会和监事会制度、对外投资管理制度、对外担保管理制度、关联交易	1. 最近一年期末净资产不低于 5000 万元； 2. 公开发行的股份不少于 100 万股，发行对象不少于 100 人； 3. 公开发行后，公司股本总额不少于 3000 万元； 4. 公开发行后，公司股东人数不少于 200 人，公众股东持股比例不低于公司股本总额的 25%； 5. 公众股东持股比例不低于公司股本总额的 10%；	1. 发行人为在全国股转系统连续挂牌满 12 个月创新层挂牌公司 2. 符合中国证监会（以下简称中国证监会）规定的发行条件 3. 最近一年期末净资产不低于 5000 万元 4. 向不特定合格投资者公开发行（以下简称公开发行）的股份不少于 100 万股，发行对象不少于 100 人 5. 公开发行后，公司股本	1 符合中国证监会（以下简称中国证监会）规定的创业板发行条件 2. 发行后股本总额不低于人民币 3000 万元； 3. 公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上； 4. 市值及财务指标符合本规则规定的标准； 5. 本所规定的其他上市	1. 符合中国证监会规定的发行条件； 2. 发行后股本总额不低于人民币 3000 万元； 3. 公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上； 4. 市值及财务指标符合本规则规定的标准； 5. 本所规定的其他上市	1. 持股数量为 100 或 100 倍数的非受限股份的股东数量大于 450 或者股东总数大于 2200 2. 非受限公众持股 125 万股以上；非受限公众持股市值在 4500 万美元以上 3. 发行价格大于等于 4 美元	1. 持股数量为 100 或 100 倍数的非受限股份的股东数量大于 400 2. 非受限公众持股数量大于等于 110 万股 3. 发行价格大于等于 4 美元	1. 持股数量为 100 或 100 倍数的非受限股份的股东数量大于 300 2. 非受限公众持股数大于等于 100 万股 3. 做市商至少三个

管理制度、投资者关系管理制度、利润分配管理制度和承诺管理制度; 设立董事会秘书;
 5. 中国证监会和全国股转公司规定的其他条件

5. 中国证监会和全国股转公司规定的其他条件。

总额不少于 3000 万元
 6. 公开发行后, 公司股东人数不少于 200 人, 公众股东持股比例不低于公司股本总额的 25%; 公司股本总额超过 4 亿元的, 公众股东持股比例不低于公司股本总额的 10%
 7. 市值及财务指标符合本规则规定的标准
 8. 本所规定的其他上市条件

<p>1. 最近两年净利润均不低于 1000 万元, 最近两年加权平均净资产收益率平均不低于 8%, 股本总额不少于 2000 万元</p>	<p>1. 市值不低于 2 亿元, 最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%, 或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%</p>	<p>1. 预计市值不低于 2 亿元, 最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%, 或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%</p>	<p>1. 预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元</p>	<p>1. 预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元, 或者预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元</p>	<p>1. 在过去一个财年, 或者过去三个财年中的两年, 税前经营收入大于等于 100 万美元; 股东权益大于等于 1500 万美元; 公众持股市值大于等于 800 万美元; 做市商不少于 3 家</p>
<p>2. 最近两年营业收入平均不低于 6000 万元, 且持续增长, 年均复合增长率不低于 50%, 股本总额不少于 2000 万元</p>	<p>2. 市值不低于 4 亿元, 最近两年营业收入平均不低于 1 亿元, 且最近一年营业收入增长率不低于 30%, 最近一年经营活动产生的现金流量净额为正</p>	<p>2. 预计市值不低于 4 亿元, 最近两年营业收入平均不低于 1 亿元, 且最近一年营业收入增长率不低于 30%, 最近一年经营活动产生的现金流量净额为正</p>	<p>2. 预计市值不低于 10 亿元, 最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元</p>	<p>2. 预计市值不低于人民币 15 亿元, 最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元, 且最近三年累计研发投入占最近营业收入的比例不低于 15%</p>	<p>2. 最近三个财年现金流均为正, 且累计现金流大于 2750 万美元; 过去 12 个月平均市值大于 5.5 亿美元; 最近一个财年收入大于 1.1 亿美元</p> <p>2. 股东权益大于等于 3000 万美元; 公众持股市值大于等于 1800 万美元; 做市商不少于 3 家; 经营年限不少于两年</p>
<p>3. 最近有成交的 60 个做市或者集合竞价交易日的平均市值不低于 6 亿元, 股本总额不少于 5000 万元; 采取做市交易方式的, 做市商家数不少于 6 家</p>	<p>3. 市值不低于 8 亿元, 最近一年营业收入不低于 2 亿元, 最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于 8%</p>	<p>3. 预计市值不低于 8 亿元, 最近一年营业收入不低于 2 亿元, 最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于 8%</p>	<p>3. 预计市值不低于 50 亿元, 且最近一年营业收入不低于 3 亿元</p>	<p>3. 预计市值不低于人民币 20 亿元, 最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元, 且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元</p>	<p>3. 最近 12 个月平均市值大于等于 8.5 亿美元; 过去一个财年收入大于等于 9000 万美元</p> <p>3. 股东权益大于等于 400 万美元; 公众持股市值大于等于 500 万美元; 过去三个财年中至少两个财年持续经营净利润大于等于 75 万美元</p>
<p>至少满足其中一个</p>	<p>4. 市值不低于 15 亿元, 最近两年研发投入合计不低于 5000 万元</p>	<p>4. 预计市值不低于 15 亿元, 最近两年研发投入合计不低于 5000 万元。</p>	<p>4. 预计市值不低于人民币 30 亿元, 且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元</p>	<p>4. 市值大于等于 1.6 亿美元; 总资产大于等于 8000 万美元; 股东权益大于等于 5500 万美元</p>	<p>4. 过去一个财年, 或者过去三个财年中的两个总资产和总收入均大于等于 7500 万美元; 公众持股市值不小于 2000 万股; 做市商不少于 4 家</p>

5. 预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果

资料来源：证监会，上海证券交易所，深圳证券交易所，纳斯达克，全国股转系统，国信证券经济研究所整理

退市制度更加多元。和精选层一样，北交所依然分为主动退市和强制退市两类，但强制退市北交所又具体分为交易类、财务类、规范类和重大违法类等四类情形，和原有精选层退市标准相比，指标体系更加多元丰富。在主动退市方面北交所新增了（1）上市公司因要约回购或要约收购导致公众股东持股比例、股东人数等发生变化不再具备上市条件和（2）转板上市，给予了企业更多的选择权。其次，北交所借鉴了沪深交易所的经验，设置了退市风险警示制度，一方面给予中小企业处理相关问题的足够时间，另一方面也有助于揭露市场风险，保护投资者合法权益。

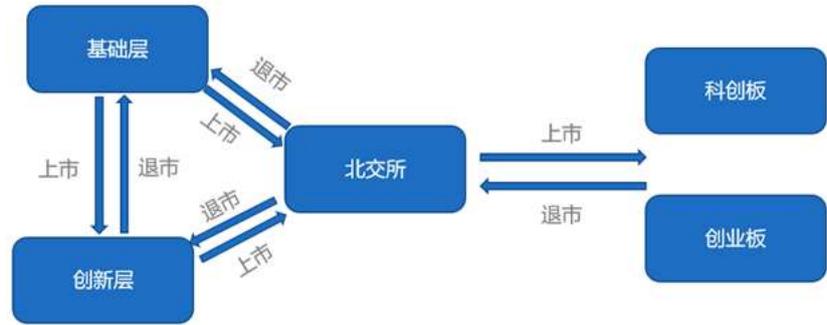
表 2：退市规则

退市类别	内容
交易类强制退市	上市公司连续 60 个交易日出现下列情形之一的 1. 本所决定终止其股票上市 2. 股东人数均少于 200 人 3. 按照本规则第 2.1.3 条第一款第四项规定上市的公司，股票交易市值均低于 3 亿元 4. 本所认定的其他情形
财务类强制退市	1. 最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 5000 万元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于 5000 万元 2. 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值 3. 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告 4. 中国证监会及其派出机构行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及第一、二项情形的 5. 本所认定的其他情形
规范类强制退市	1. 未在法定期限内披露年度报告或者中期报告，且在公司股票停牌 2 个月内仍未披露 2. 半数以上董事无法保证公司所披露年度报告或中期报告的真实性、准确性和完整性，且未在法定期限内改正，此后股票停牌 2 个月内仍未改正 3. 财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会及其派出机构责令改正，但公司未在规定期限内改正，在公司股票停牌 2 个月内仍未改正 4. 信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被本所限期改正但公司未在规定期限内改正，且公司在股票停牌 2 个月内仍未改正 5. 公司股本总额或公众股东持股比例发生变化，导致连续 60 个交易日不再具备上市条件，且公司在股票停牌 1 个月内仍未解决 6. 公司可能被依法强制解散 7. 法院依法受理公司重整、和解或破产清算申请 8. 本所认定的其他情形
重大违法类强制退市	1. 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重大违法行为被追究法律责任，导致上市公司或其主要子公司依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销，依法被吊销主营业务生产经营许可证，或在丧失继续生产经营法律资格的其他情形 2. 上市公司公开发行并上市，申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，被中国证监会及其派出机构依据《证券法》第一百八十一条作出行政处罚决定，或者被人民法院依据《刑法》第一百六十条作出有罪生效判决 3. 上市公司发行股份购买资产并构成重组上市，申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，被中国证监会及其派出机构依据《证券法》第一百八十一条作出行政处罚决定，或者被人民法院依据《刑法》第一百六十条作出有罪生效判决 4. 上市公司披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，根据中国证监会及其派出机构行政处罚决定认定的事实，导致连续会计年度财务类指标已实际触及本章第三节规定的退市标准 5. 本所认定的其他情形
主动终止上市	1. 上市公司股东大会决议解散公司 2. 上市公司因新设合并或者吸收合并，将不再具有独立主体资格并被注销 3. 上市公司因要约回购或要约收购导致公众股东持股比例、股东人数等发生变化不再具备上市条件 4. 转板上市 5. 本所认定的其他申请终止上市的情形

资料来源：证监会官网，国信证券经济研究所整理

转板预计更加灵活便捷。在转板上市方面，北交所预计将与精选层要求一致。精选层申请转板上市条件为（1）在精选层连续挂牌一年以上（2）挂牌公司转板上市的，应当符合转入板块的上市条件。北交所设立之后，新三板可以通过基础层到创新层到北交所的转板上市，同时可以实现北交所到创业板和科创板的转板上市，并且注册制的试点，预计将会使得转板上市变得更加便捷、容易，从而实现多层次资本市场的良性生态环境。

图 1：各板块的转板关系



资料来源：国信证券经济研究所整理

交易规则尽量延续投资者的交易习惯。从整体上来看，北交所延续了精选层连续竞价为核心的交易制度，在涨跌幅、申报规则、价格机制等方面变化不大，可以很好地延续投资者的交易习惯。在投资者门槛方面，北交所相较于精选层有所降低，由原来的前 10 个交易日，本人名下证券账户和资金账户内的资产日均人民币 100 万元以上，以及 2 年以上证券、基金、期货投资等经历变为前 20 个交易日证券账户和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），同时参与证券交易 24 个月以上。可以发现，最新的规则与科创板一致，但高于创业板（10 万元以上），预计在门槛下调之后，北交所的合格投资者数量将会显著增加，从而会进一步激发北交所市场的活力。

表 3：各板块的交易规则

	上海证券交易所主板	深圳证券交易所主板	科创板	创业板	北交所	精选层
交易方式	竞价交易、大宗交易	竞价交易、大宗交易	竞价交易、大宗交易、盘后固定价格交易	竞价交易、大宗交易、盘后固定价格交易	竞价交易、大宗交易、盘后固定价格交易	竞价交易
交易时间	每个交易日的 9:15 至 9:25 为开盘集合竞价时间，9:30 至 11:30、13:00 至 14:57 为连续竞价时间，14:57 至 15:00 为收盘集合竞价时间。	每个交易日的 9:15 至 9:25 为开盘集合竞价时间，9:30 至 11:30、13:00 至 14:57 为连续竞价时间，14:57 至 15:00 为收盘集合竞价时间。	每个交易日的 9:15 至 9:25 为开盘集合竞价时间，9:30 至 11:30、13:00 至 14:57 为连续竞价时间，14:57 至 15:00 为收盘集合竞价时间。盘后固定价格交易时间为每个交易日的 15:05 至 15:30。	每个交易日的 9:15 至 9:25 为开盘集合竞价时间，9:30 至 11:30、13:00 至 14:57 为连续竞价时间，14:57 至 15:00 为收盘集合竞价时间。盘后固定价格交易时间为每个交易日的 15:05 至 15:30。	每个交易日的 9:15 至 9:25 为开盘集合竞价时间，9:30 至 11:30、13:00 至 14:57 为连续竞价时间，14:57 至 15:00 为收盘集合竞价时间。	每个交易日的 9:15 至 9:25 为开盘集合竞价时间，9:30 至 11:30、13:00 至 14:57 为连续竞价时间，14:57 至 15:00 为收盘集合竞价时间。
涨跌幅限制	涨跌幅限制比例为 10%，属于下列情形之一的，首个交易日无价格涨跌幅限制：首次公开发行股票上市的股票和封闭式基金；增发上市的股票；暂停上市后恢复上市的股票；退市后重新上市的股票；本所认定的其他情形。	涨跌幅限制比例为 10%，属于下列情形之一的，股票上市首日不实行价格涨跌幅限制：首次公开发行股票上市的；暂停上市后恢复上市的；证监会或本所认定的其他情形	竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅比例为 20%；首次公开发行股票上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制	竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅比例为 20%；首次公开发行股票上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制	涨跌幅限制比例为 30%。具有下列情形之一的，股票交易无价格涨跌幅限制：向不特定合格投资者公开发行的股票上市交易首日；退市整理期首日；中国证监会或本所规定的其他情形。上市首日不设涨跌幅限制	成交首日除外，精选层股票全时段实施价格涨跌幅限制，限制范围是前收盘价的上下 30%
临时停牌		盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 10%的，临时停牌时间为 1 小		盘中股票价格较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 30%、60%的，股票盘中临时停牌 10 分	盘中成交价格较开盘价首次上涨或下跌达到或超过 30%、60%时，盘中临时停牌 10	盘中股票价格较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 30%、60%的，股票盘中临时停

申报数量	申报数量应当为 100 股或其整数倍。卖出股票或基金时, 余额不足 100 股部分, 应当一次性申报卖出。股票竞价交易单笔申报最大数量不得超过 100 万股。	申报数量应当为 100 股或其整数倍。卖出股票或基金时, 余额不足 100 股部分, 应当一次性申报卖出。股票竞价交易单笔申报最大数量不得超过 100 万股。	单笔申报数量应当不小于 200 股, 且不超过 10 万股; 通过市价申报买卖的, 单笔申报数量应当不小于 200 股, 且不超过 5 万股。卖出时, 余额不足 200 股的部分, 应当一次性申报卖出。	单笔申报数量为 100 股的整数倍, 卖出时, 余额不足 100 股的部分, 应当一次性申报卖出。创业板股票限价申报的单笔买卖申报数量不得超过 30 万股, 市价申报的单笔买卖申报数量不得超过 15 万股	申报数量应当不低于 100 股, 每笔申报可以 1 股为单位递增, 卖出股票时, 余额不足 100 股的部分应当一次性申报卖出; 股票竞价交易单笔申报最大数量应当不超过 100 万股。	单笔申报数量应当不低于 100 股, 每笔申报可以 1 股为单位递增, 卖出股票时, 余额不足 100 股的部分应当一次性申报卖出
投资者门槛	无	无	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); 参与证券交易 24 个月以上	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 10 万元 (不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券); 参与证券交易 24 个月以上	申请权限开通前 20 个交易日证券账户和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); 参与证券交易 24 个月以上	申请权限开通前 10 个交易日, 本人名下证券账户和资金账户内的资产日均人民币 100 万元以上, 以及 2 年以上证券、基金、期货投资等经历

资料来源: 证监会, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 全国股转系统, 国信证券经济研究所整理

实行会员管理制度。北交所作为公司制交易所实行会员管理制度。会员管理制度的实施一方面是为了落实《证券法》和《证券交易所管理办法》对会员管理规则的要求, 另一方面, 公司制交易所对参与业务的证券公司使用“会员”的表述, 便于公众接受和理解。此外, 境内外公司制交易所对参与市场业务的证券公司实施会员管理已有成熟经验, 北交所《会员管理规则》予以了充分借鉴。

表 4: 会员管理制度

项目	会员制	公司制
适用证券交易所	上交所、深交所	北交所
组织架构	设会员大会、理事会、总经理和监事会	设会员大会、理事会、总经理和监事会
最高权力机构	会员大会	股东会
章程的制定和修改	经会员大会通过后, 报中国证监会批准	由股东共同制定, 并报中国证监会批准; 章程的修改由股东会通过后, 报中国证监会批准
决策机构	理事会	董事会
法定代表人	理事长	董事长
监督机构	监事会	监事会
领导班子	会员理事由会员大会选举产生, 非会员理事由中国证监会委派。总经理由中国证监会任免。监事长由中国证监会提名, 监事会通过	董事长、副董事长、监事长由中国证监会提名, 分别由董事会、监事会通过。总理由中国证监会任免

资料来源: 证监会官网, 中国证券报, 国信证券经济研究所整理

《发行上市审核规则》、《再融资审核规则》、《重组审核规则》契合创新型中小企业发展规律。《发行上市审核规则》、《再融资审核规则》、《重组审核规则》规定了北交所公开发行并上市、上市公司再融资和重大资产重组的审核安排, 在科创板、创业板试点注册制经验基础上以及新三板相关实践基础上, 形成了契合中小企业发展规律和需求特点的制度安排。三个审核规则主要包括了落实试点注册制相关要求、贯彻公开透明审核理念、明确具体审核流程、加强自我管理等方面内容。可以发现北交所在多个方面对原有的制度进行了优化提高了审核效率。例如在《发行上市审核规则》中采用了“一次申报, 一次受理”的制度安排, 免去了之前证监会重复受理的现象; 在《再融资审核规则》中, 在与上位法相匹配的基础上, 简化了申请材料 and 申报安排, 并设置了快速、便捷的简易审核流程, 以支持创新型中小企业融资发展。更加高效的审核流程将更有助于解决企业上市难的问题, 在一定程度上促进我国资本市场的有效发展, 预计随着北交所企业正式上市之后, 相关的审核制度会更加完善。

表 5: 审核规则主要内容
《发行上市审核规则》《再融资审核规则》《重组审核规则》主要内容

落实试点注册制相关要求	坚持以信息披露为中心的审核理念, 通过审核问询等方式督促发行人、上市公司等信息披露义务人提高信息披露质量, 压实保荐机构、独立财务顾问、证券服务机构及相关人员责任, 引导各市场主体归位尽责。
贯彻公开透明审核理念	将审核流程、审核结果等关键节点信息、交易所问询等审核意见全面向市场公开, 充分接受社会监督。规定各项审核工作时限, 重组上市审核最长不超过 3 个月, 其他审核事项最长不超过 2 个月, 明确市场预期。
明确具体审核流程	对受理、审核机构出具审核意见、提交上市委员会或并购重组委员会审议、交易所出具审核意见或决定、报中国证监会注册等流程作出具体安排, 明确相关职责分工和程序衔接, 确保发行并购审核注册工作高效有序运行。
加强自律管理	进一步强化对发行人及中介机构等相关主体的违规责任追究, 细化违规情形, 丰富惩处手段, 与证监会发行注册相关部门规章中的违规处理相衔接, 总体要求与科创板、创业板保持一致。

资料来源: 北交所官网, 国信证券经济研究所整理

表 6: 审核规则具体内容或变动

规则	具体内容或变动
《发行上市审核规则》	1.明确交易所审核与证监会注册的衔接分工。实行“一次申报、一次受理”, 北交所受理发行申请文件并审核通过后, 报中国证监会履行注册程序, 无需中国证监会重复受理。 2.延长财务报告有效期。将财务报告有效期由“6+1”延长至“6+3”, 即招股说明书中引用的财务报表有效期为 6 个月不变, 但特别情况下可申请延长的期限从 1 个月调整为 3 个月。 3.完善审核时限总体要求。明确发行人及保荐机构问询回复总时限为 3 个月, 上市委员会暂缓审议时限为 2 个月, 传递及时回复、限时审核的监管信号, 进一步明确审核预期。
《再融资审核规则》	1.与上位法特色机制相匹配。对于符合相关条件的自办发行, 简化申请材料和申报安排; 对于符合条件的授权发行, 设置了快速、便捷的简易审核流程, 以支持创新型中小企业融资发展。 2.对各类证券发行审核程序一体规定。除明确向不特定合格投资者和向特定对象发行等不同类别的股票发行审核程序外, 同时对可转债、优先股等证券品种的发行审核程序一体适用, 便于市场理解运用。
《重组审核规则》	1.优化重组认定标准。结合中小企业生产经营特点, 进一步明确“日常经营行为”的具体内涵, 将能够充分说明合理性和必要性的现金购买土地、厂房、机械设备等行为视为日常经营行为, 不纳入重组管理。 2.完善重组审核机制。在上市委员会内部设立并购重组委员会, 对审核机构出具的审核报告及上市公司申请文件进行审议, 进一步提高重组审核的专业性、审慎性和权威性, 加强风险把控。 3.明确重组上市标准。明确仅有符合上市条件中净利润或营业收入标准的资产可以实施重组上市, 有效把控置入资产的经营风险, 切实保障上市公司质量稳步提升。 4.丰富并购支付手段。借鉴交易所市场实践经验, 明确上市公司发行优先股、可转债购买资产或者募集配套资金的, 审核程序等参照适用《重组审核规则》, 丰富支付手段, 便利市场选择。

资料来源: 北交所官网, 国信证券经济研究所整理

北交所: 中国版的纳斯达克, 将加速退市制度的改革

北交所是中国内地第一家在非主板基础上组建的证券交易所, “层层递进”, 有纳斯达克的模样, 生态完备, 完全有潜力推动资本市场的关键变革。之前, 我国的沪深交易所都是先有主板, 再有中小板, 板与板之间没有可衔接的生态, 导致很多关键制度难以推进, 特别是退市制度, 上市企业“退不好, 退不稳, 退不值”, 最终影响整个资本市场的变革进程。

反观美国的证券交易所, 特别是出生于经济转型期的纳斯达克交易所就是先从场外市场开始, 再设中小板, 然后设主板, 最后再设更精华的主板, 层层递进, 逐步推进资本市场的发展。在产业升级阶段, 为了国民财富的持续增值, 中小企业的上市是关键。美国纳斯达克交易所就是典型的案例, 在产业转型期, 凭借着高科技企业的上市, 短短十几年便成为了与纽约证券交易所具有同等地位的交易所, 具有巨大

的创富能力。

层层递进的生态，有纳斯达克交易所的模样

根据 SEC 的官方资料，NASDAQ 最初的起源是由全国证券协会 (NASD) 于 1971 年 2 月开始推行的自动报价系统，统一覆盖其场外 (OTC) 约 2300 多个场外证券。在成立最初，NASDAQ 不单独设立挂牌标准，只要有做市商愿意为企业做市，企业便可挂牌。在经历了一个财务年度之后，该系统已经覆盖了约 2700 多个证券，总市值达到 1100 亿美元，注册的做市商数量达到 475 家。

NASDAQ 的发展与其上市企业的发展紧密联系在一起：随着其上市企业的逐步发展，NASDAQ 才开始对其上市企业划分板块，才开始在相应板块设立并更新上市及退市的标准。

第一次分板而治：至 1982 年 4 月，NASDAQ 为旗下市值规模较大以及交易量较大的 40 只股票设立了国家市场板块 (NASDAQ National Market)，独立设定上市及维持挂牌的标准，而对剩余挂牌的股票不设立标准。直至 1992 年 6 月，NASDAQ 将旗下的一般板块命名为小市值市场板块 (NASDAQ SmallCap Market)，并设立了上市及维持挂牌的标准。剩余的股票在 NASD 运营的柜台电子布告栏挂牌 (OTCBB，只要上市企业满足 SEC 的披露义务，便可在该挂牌)。截止于 2001 年 6 月，国家市场板块拥有 3570 家挂牌企业，小市值板块拥有 803 家上市企业，OTCBB 拥有 3451 家上市企业。同时，约有 6000 家企业挂牌在不受监管的粉单市场 (Pink Sheets，不由 NASDAQ 或者 NASD 运营)。

NASDAQ 的维持挂牌标准基本可以分为三类 (与 NYSE 一致)，分别是分配标准 (Distribution Criteria)、财务标准 (Financial Criteria) 以及其他事项，包括公司治理标准。

表 7：纳斯达克国家市场板块的维持上市标准

	标准一	标准二		标准一	标准二
有形净资产	\$4m	无	股东权益	\$10m	无
市值/总资产/总收入	无	\$50m 或者 (\$50m 和 \$50m)	市值/总资产/总收入	无	\$50m 或者 (\$50m 和 \$50m)
公众持股的数量	750,000	1.1million	公众持股数量	750,000	1.1million
公众持股的市值	\$5m	\$15m	公众持股数量市值	\$5m	\$15m
最小买入价	\$1.00	\$5.00	最小买入价	\$1.00	\$3.00
持有 100 股以上股东数量	400	400	持有 100 股以上股东数量	400	400
做市商	2	4	做市商	2	4
公司治理要求	符合	符合	公司治理要求	符合	符合

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（2001 年修改过标准，已经标注；净收入为最近的财务年度或者过去三个财务年度中的两个年度）

表 8：纳斯达克中小市值板块的维持上市标准

标准	具体量化指标	标准	具体量化指标
净有形资产/市值/净收入	\$2m 或者 \$35m 或者 \$500,000	股东权益/市值/净收入 (除去其他)	\$2.5m 或者 \$35m 或者 \$500,000
公众持股的数量	500,000	公众持股数量	500,000
公众持股的市值	\$1m	公众持股数量市值	\$1m
最小买入价	\$1.00	最小买入价	\$1.00
持有 100 股以上股东数量	300	持有 100 股以上股东数量	300
做市商	2	做市商	2
公司治理要求	符合	公司治理要求	符合

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（2001 年修改过标准，已经标注；净收入为最近的财务年度或者过去三个财务年度中的两个年度）

在国家市场板块，其他事项基本适用于所有挂牌的企业，而分配事项和财务标准一起分别搭配成了两套标准。两套标准的不同之处如下，其余条件相同：

(1) 标准一：有形资产需达到 400 万美元（在 2001 年后，承认商誉价值，改为权益资产需达到 1000 万美元），同时公众持股数量达到 50 万，公众持股市值达到 100 万美元，最小买入价 1 美元，拥有至少 300 名持有 100 股以上的股东，拥有 2 个做市商；

(2) 标准二：市值需达到 5000 万美元，或者总资产和总收入达到 5000 万美元，同时最小买入价从 1 美元提升为 5 美元（3 美元），同时公众持股数量达到 110 万，公众持股市值达到 1500 万美元，最小买入价 5 美元，拥有至少 300 名持有 100 股以上的股东，拥有 2 个做市商；

在中小市值板块，维持上市标准的维度基本一致：(1) 财务要求，净有形资产需达到 200 万美元（股东权益需达到 2.5 百万美元），或者市值达到 3500 万美金，或者净收入达到 50 万美元；**(2) 分配要求，**公众持股数量达到 110 万，公众持股市值达到 1500 万美元，最小买入价 5 美元，拥有至少 400 名持有 100 股以上的股东，拥有 4 个做市商。

我们认为，在满足信息披露以及公司治理等最基本的要求之上，以上标准同时强调财务安全边际和市场认可度：(1) 财务要求强调基本的安全边际；(2) 分配要求强调基本的市场认可度。

在国家市场板块，当挂牌企业的净有形资产（股东权益）达到一定的要求后，NASDAQ 对其余科目的要求会适度降低，而当挂牌企业适用标准二时，选择满足市场或者总资产和总收入时，NASDAQ 对分配标准提出了更高的要求，包括公众股东的持股量和市值，以及最低买入价和做市商数量，更加强调市场的认可度，体现出 NASDAQ 一定的风险偏好。

净有形资产（股东权益）是安全边际较高的指标，此时挂牌企业只要能获得一定的市场认可度，获得一定的公众股东，将买入价维持在合理水平，便可以继续挂牌。如果挂牌企业适用于市值或者总资产和总收入的要求，那么便需要更强的市场背书，所以 NASDAQ 对此种情况提出了更高的市场参与度要求。

第二次分板而治：随着 NASDAQ 旗下部分上市企业的进一步发展，旗下上市企业之间的距离进一步拉大，NASDAQ 顺应形势，在 2006 年 7 月设立了当时在全球范围内对上市企业财务及非财务要求最高的上市板块之一，全球精选市场板块（NASDAQ Global Select Market），同时将以上两个板块分别重新命名为全球市场板块（NASDAQ Global Market）和资本市场板块（NASDAQ Capital Market）。

表 9：NASDAQ 全球精选及全球市场板块的维持挂牌标准

	权益标准	市值标准	总资产/总收入标准
股东权益	\$10 million	无	无
挂牌证券市值	无	\$50 million	无
总资产和总收入	无	无	\$50 million 和 \$50 million
公众持股	750,000	1.1 million	1.1 million
公众持股市值	\$5 million	\$15 million	\$15 million
最小买入价	\$1	\$1	\$1
股东数量	400	400	400
做市商	2	4	4

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（2006 年，million 为百万，至少满足一项标准）

表 10: NASDAQ 资本市场板块的维持挂牌标准

	权益标准	市值标准	净收入标准
股东权益	\$2.5 million	无	无
挂牌证券市值	无	\$35 million	无
总资产和总收入	无	无	\$500,000
公众持股	500,000	500,000	500,000
公众持股市值	\$1 million	\$1 million	\$1 million
最小买入价	\$1	\$1	\$1
股东数量	300	300	300
做市商	2	2	2

资料来源: NASDAQ, 国信证券经济研究所整理 (2006 年, million 为百万, 至少满足一项标准)

NASDAQ 在第二次划分板块之后的维持挂牌标准与之前的标准基本相同: (1) 在财务要求方面, 还是围绕着股东权益、市值以及总资产和总收入三个维度来设置三套标准; (2) 在分配要求方面, 当企业不满足股东权益标准, 选择市值标准或者总资产及总收入标准时, NASDAQ 强调市场的认可度。

在我们看来, NASDAQ 延续着以往的标准原则, 同时注重财务安全边际和市场认可度, 是对上市企业以及投资者最好的服务方式之一。正如上文中所阐述的, NASDAQ 定位于新兴产业, 而新兴产业的投资难度大, 分析成本高。如果依赖 NASDAQ 这一基础设施来代替市场, 代替专业投资人, 主动负责地去分辨企业的投资价值, 难免会有舍本逐末的可能, 将妨碍股票交易市场本身的价值发现功能。所以, NASDAQ 只设定一些最基本的安全边际要求, 利用市场的认可度来去伪存真, 是一种比较合理的策略选择。“凯撒的归凯撒, 上帝的归上帝”。

与北交所类似, 纳斯达克交易所定位于经济转型期的高科技企业, 短短十几年便可与 NYSE 平起平坐, 共同富裕的意义巨大: NASDAQ 的定位更倾向于新兴产业, 在金融、医疗、多元和科技等领域的上市公司数量要明显多于 NYSE, 即使在金融这一看似传统的领域, NASDAQ 的代表企业有 Airbnb 和 Paypal 等金融科技企业。

表 11: NYSE 及 NASDAQ 在各行各业的上市企业数量及代表

	基础工业	机械制造	耐用品	非耐用品	消费服务	能源	金融	医疗	多元	公用	科技	交通
NYSE	183	182	61	102	417	158	393	108	53	178	176	54
代表	宝洁	波音	ABB	可口可乐	沃尔玛	埃克森	摩根大通	强生	阿里巴巴	AT&T	甲骨文	UPS
NASDAQ	77	198	83	114	378	59	910	896	106	62	486	55
代表	钢铁动力	特斯拉	富兰克林电气	百事可乐	亚马逊	响尾蛇	Airbnb	Amgen	Paypal	T-Mobile	苹果	联合航空

资料来源: NASDAQ, 国信证券经济研究所整理 (总数包含了不同类别的普通股票)

NASDAQ 因为倾向于新兴产业, 拥有更多的中小市值企业, 而 NYSE 倾向于传统产业, 拥有更多的大市值企业。所以显而易见, NASDAQ 与 NYSE 是可以差异化竞争的, 这与北交所和沪深交易所的定位差异一致。

表 12: NYSE 及 NASDAQ 的上市企业市值分布结构

	总市值	总数	<\$50M	\$50M-\$300M	\$300M-\$2B	\$2B-\$10B	\$10B-\$200B	>\$200B
NYSE	32	2542	183	375	779	652	533	20
NASDAQ	23	3508	929	838	983	498	244	16

资料来源: NASDAQ, 国信证券经济研究所整理 (总数包含了不同类别的普通股票; M 为百万, B 为十亿)

层层递进的优势, 有望加速退市制度的改革

“层层递进”的北交所有望完善多元退市制度, 完善多层次资本市场体系, 完善市

场参与机制，实现“退得下，退得稳，退得值”。

- 完善并购重组和破产重整等制度，畅通主动退市、并购重组、破产重整等上市公司多元化退出渠道，规定公司管理层、投资者、中介和交易所的必要义务和权力，鼓励多元化和多途径的退市行为，全方面实现“退得下”。

2020年12月，上交所与深交所分别启动了新一轮的退市制度改革。随着退市新规的落地实施，A股退市公司的数量明显上升。2020年，A股共16家公司退市，2021年截止至8月31日，A股已有18家公司退市。但其中，大部分公司均是因为连续亏损、股价低于面值等情况而被动退市，主动退市的比重仍有待提升。

究其原因，我们发现，一方面，我国退市制度标准线条相对粗糙、操作性相对较差，企业是否退市直接取决于是否可以保护中小投资者的利益，而美国主动退市标准相对较为宽松，交易所拥有更多的裁决权限，不同交易所可根据自身上市规范和退市程序，设计和制定多套退市标准，多角度保证上市公司质量与维护投资者权益。

另一方面，我国股票市场一直存在着上市流程较为复杂，壳公司存续价值较高的情况，这将不可避免地造成企业没有意愿进行主动退市。反观美国，在注册制下，企业上市成本低，但上市之后成本相对较高，所以企业在上市之后就有动力权衡退市的利弊，会考虑借助市场力量实现主动退市。

正是基于以上现象，“层层递进”的北交所有望稳步推进退市制度的建设，让上市企业“退得下”。

- 完善多层次资本市场体系，完善转板制度，完善场外交易市场，划清权责，强化交易所的功能和权力，实现权益资产流动性的平稳过渡，全方面实现“退得稳”。

从资本市场体系上看，美国多层次资本市场主要包括主板、创业板、场外交易市场、区域性交易市场四个层次，而我国资本市场经过三十多年的发展，制度体制不断得到完善，也逐渐形成了从主板、中小板、创业板、科创板到新三板以及区域性场外市场的多层次资本市场体系。

但从转板制度上来看，我国资本市场依然与一些发达国家存在一定的差距。美国资本市场包括升级、降级、平级、内部转板等四种不同类型的转板机制。企业在达到一定的要求后，就可以实现场外与场内，纽交所与纳斯达克等多方位的转板需求。而我国仍处于起步阶段，2020年6月3日，中国证监会对外发布了《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，首次规定：“转板上市属于股票交易场所的变更，不涉及股票公开发行，依法无需经中国证监会核准或注册，由上交所、深交所依据上市规则进行审核并作出决定。”2021年2月，上交所发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法（试行）》，对新三板精选层公司转板至科创板上市的相关标准、审核程序以及各类衔接制度等方面予以明确。7月23日，沪深交易所继续发布了新三板精选层挂牌公司转板上市配套业务规则，对转板上市公司报告书的信息披露原则及主要内容与格式、转板上市申请文件的要求等作出明确规定，为转板上市进入落地实施阶段进一步明确实操路径、做好制度衔接。目前，虽然我国已有基础的转板制度，但真正实现转板的企业仍然较少。

从场外市场交易来看，美国场外交易市场则包括NASDAQ市场、OTCBB市场、粉单市场，其中粉单市场又可以分为OTCQX、OTCQB、OTCPINK三个级别。美国场外交易市场较为完善，NASDAQ、OTCBB和粉单市场相互补充完善；统一的场外交易市场有效的规范了市场秩序，监管较为明确、多元化。而我国起步相对较晚，市场底蕴相对薄弱，市场规模小，尚未建立全国性统一市场，同时，法律法规有待改善，各场外交易所基本上都有自己的挂牌规则和交易

规则，没有形成体系。

因此，“层层递进”的北交所，有望增强不同层次之间的区分度，降低各层次上市准入标准，完善转板制度，完善场外交易市场，充分运用好市场的决定力量，促进资本市场良性向好发展，使得企业能够更好地选择自己是否退市、是否转板，有更多的选择方向，使权益资产流动性平稳过渡。

- 完善市场机制，培育市场参与主体，有人买，有人卖，鼓励发展并购基金，强化并购战略的研究和投资专业队伍的建设，完善相关制度，适时发展卖空机构，全方面实现“退得值”。

重组退市是发达国家资本市场的主要退市途径之一，其优势在于可进一步畅通上市公司的退市渠道，有利于优化资本市场资源配置，助力经济转型升级，为构建有效的市场机制起到有力支撑。

对于上市公司来说，通过并购重组实现退出，也可以为重组上市的公司增加融资规模，提高质量。而在这个过程中，专业的并购基金和专业重组机构的参与尤为重要。并购基金与专业重组机构通过收购目标企业股权，参与目标企业战略制定及日常运营，对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。同时，国外还存在一些秃鹫基金，专门收购一些业绩比较差、股价比较低的公司，低价收购之后再重组，进而带动公司退市。重组基金和中介机构的参与使得退市重组成为发达国家资本市场的主要退市途径，促进了一级市场和二级市场的联动，提升了资本市场的资源配置效率。

而从我国的现状来看，此前，由于上市准入标准较为严格等原因，上市公司是一种稀缺资源，退市公司数量比较少，类似的并购基金和专业重组机构并没有发展空间。但伴随着退市新规的落地实施，以及北交所的成立，中介机构或将有更大的动力，主动成立类似国外秃鹫基金的并购基金，强化对并购战略的研究和投资专业队伍的建设，对绩差公司实施专业化的重组退市。

北交所：或被寄予厚望，发展空间极为充足

北交所是中国内地第一家有限责任公司制证券交易所，可以充分借鉴国际成熟交易所最佳实践，制定战略，未来在上市、交易、清结算、信息分析服务和指数服务等业务环节有较大的发挥空间。

公司制交易所的战略路径

我们整理了国际交易所行业的战略实践，自1998年以来的部分并购事件，表现出行业的战略趋势如下：（1）最初的交易所合并以股票市场的并购为主，同时在股票交易的电子化趋势下，部分股票交易所收购了电子交易系统运营商或者电子交易平台；（2）跨资产品种的交易所开始合并，包括衍生品交易所的合并，以及衍生品交易所和股票交易所的合并，例如以能源交易起家的洲际交易所一路高歌猛进，甚至在2010年布局气候交易所；（3）交易所集团开始趋势性地布局非交易业务，包括指数业务、数据服务、多资产交易及清算的基础设施等。

表 13: 交易所行业历年的主要并购事件

时间	收购主体	收购对象	主要战略导向
1998年	纳斯达克交易所	纳斯达克与美国证券交易所合并为 Nasdaq-Amex 集团公司	证券市场合并
2000年	东京证券交易所	东京证券交易所兼并广岛和新泻两家证券交易所	证券市场合并
2001年	纳斯达克交易所	控股了一家名为 Easdaq 的泛欧高科技股票市场	证券市场合并
2001年	洲际交易所	在伦敦收购了国际石油交易所	证券市场合并
2002年	泛欧证券交易所	收购葡萄牙里斯本交易所和伦敦国际金融期货交易所	证券市场合并
2002年	德国证券交易所	收购了证券信托公司 Clear-Stream 的全部股份	基础设施
2005年	纳斯达克交易所	宣布收购全美第二大电子交易系统运营商 Instinet	基础设施
2006年	纽约证券交易所	收购电子交易运营商 Archipelago 控股公司	基础设施
2006年	芝加哥商品交易所	收购芝加哥期货交易所	证券市场合并
2007年	德国证券交易所	收购美国国际证券交易所	证券市场合并
2007年	德国证券交易所	与瑞交所合作建立并运营法兰克福票据权证交易所，并在 2012 年完成全部控制	证券市场合并
2007年	伦敦证券交易所	收购意大利交易所	证券市场合并
2007年	纽约证券交易所	和泛欧证券交易所成功合并	证券市场合并
2007年	纽约证券交易所	收购印度国家证券交易所 5% 的股份	证券市场合并
2007年	纳斯达克交易所	收购瑞典 OMX 公司，组成纳斯达克 OMX 集团	证券市场合并
2007年	洲际交易所	与纽约期货交易所合并	证券市场合并
2008年	芝加哥商品交易所	收购纽约商品交易所	证券市场合并
2009年	伦敦证券交易所	收购 Turquoise (泛欧股票交易平台)	证券市场合并/基础设施
2010年	洲际交易所	收购气候交易所 (Climate Exchange Plc)，后者旗下公司包括欧洲气候交易所、芝加哥气候交易所以及芝加哥气候期货交易所	证券市场合并/基础设施
2011年	东京证券交易所	日本东京证券交易所和大阪证券交易所决定通过成立控股公司“日本交易所集团”等方式实现合并	证券市场合并
2011年	伦敦证券交易所	伦交所收购富时国际剩余 50% 的股份，完成对富时集团的 100% 控股	指数业务/数据服务
2012年	伦敦证券交易所	收购德里证券交易所 5% 的股份	证券市场合并
2012年	伦敦证券交易所	收购证券和衍生品结算机构伦敦结算公司 LCH. Clearnet	基础设施
2012年	香港交易所	收购伦敦金属交易所 (LME)	证券市场合并
2012年	路孚特	收购了 FX Alliance Inc. 一家为企业和资产管理公司提供电子外汇交易服务的独立供应商	基础设施
2013年	洲际交易所	收购纽约-泛欧交易所集团	证券市场合并
2013年	纳斯达克交易所	收购电子债券交易平台 eSpeed	证券市场合并/基础设施
2014年	伦敦证券交易所	收购指数公司弗兰克罗素公司	指数业务/数据服务
2014年	洲际交易所	洲际交易所收购新加坡商品期货交易所	证券市场合并
2015年	德国证券交易所	收购 STOXX AG 和 Indexium AG 的股权	指数业务/数据服务
2015年	芝加哥期货交易所	收购 LiveVol 平台	数据服务
2015年	洲际交易所	洲际交易所收购交互式数据控股公司	数据服务
2016年	伦敦证券交易所	购买信息供应商 MergentInc	数据服务
2016年	洲际交易所	收购固定收益定价评估机构 SPSE 和 OTC 市场数据提供商 CMA 的全部股权	数据服务
2016年	芝加哥期货交易所	收购 Bats Global Markets (交易所)	证券市场合并/基础设施
2016年	芝加哥期货交易所	收购 Vest Financial	投资顾问
2016年	纳斯达克交易所	收购美国国际证券交易所	证券市场合并
2016年	洲际交易所	收购标准普尔全球证券评级机构和信用市场分析机构	数据服务

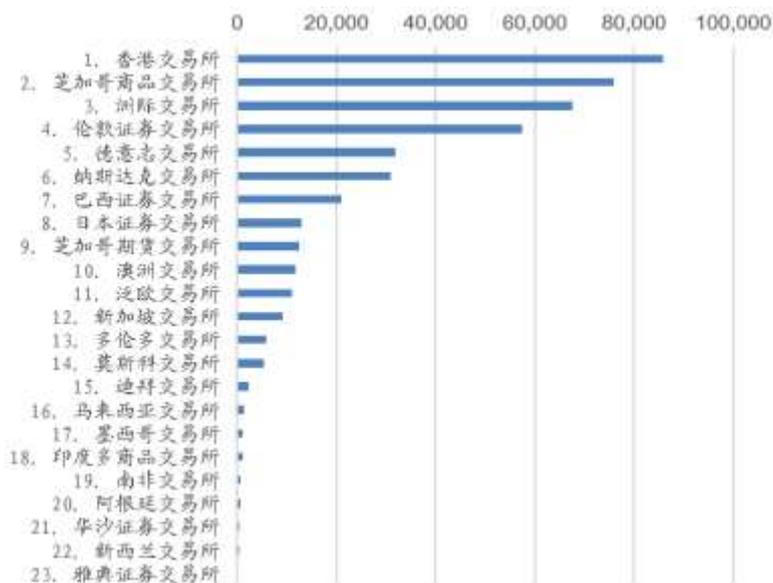
2016年	路孚特	从道富公司收购了 Wm Reuters 外汇基准	指数业务/数据服务
2017年	伦敦证券交易所	收购 the yield book	指数业务/数据服务
2017年	路孚特	收购 REDI, 使汤森路透能够将先进的跨资产执行管理系统 (EMS) 纳入其买方交易能力, 并向买方社区提供集成的交易工作流程解决方案	基础设施
2017年	路孚特	从 DTCC 手中收购了 Avox Limited, Avox 是合法实体数据、全球金融实体层次结构和标识符的提供商	数据服务
2018年	洲际交易所	洲际交易所收购芝加哥证券交易所	证券市场合并
2018年	芝加哥商品交易所	55 亿美元收购 NEX Group NXGN.L	电子金融服务
2019年	芝加哥期货交易所	收购欧洲清算所 euroccp	基础设施
2019年	伦敦证券交易所	收购金融市场数据和基础设施供应商路孚特 Refinitiv	基础设施/数据服务
2019年	路孚特	收购 AlphaDesk 平台, 扩大其端到端交易解决方案	基础设施
2020年	纳斯达克交易所	纳斯达克收购 Verafin, Verafin 是一家软件公司, 利用人工智能(AI)帮助银行检测洗钱和欺诈活动	数据服务
2020年	德国证券交易所	收购国际咨询公司 Institutional Shareholder Services(ISS) 八成股权	数据服务
2021年	芝加哥期货交易所	暗池股票交易平台 BIDS Trading	基础设施
2021年	伦敦证券交易所	收购数据提供商 Beyond Ratings	数据服务

资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

公司制交易所的估值情况

各主流交易所的战略路径明显趋同, 从证券交易业务的合并, 到基础设施的提升, 再到数据业务的布局, 以投资者的需求为导向, 沿着产业链条持续前行, 估值倍数亦持续走高。行业当中, 伦敦证券交易所集团就是典范。

图 2: 全球主要证券交易所的市值排名

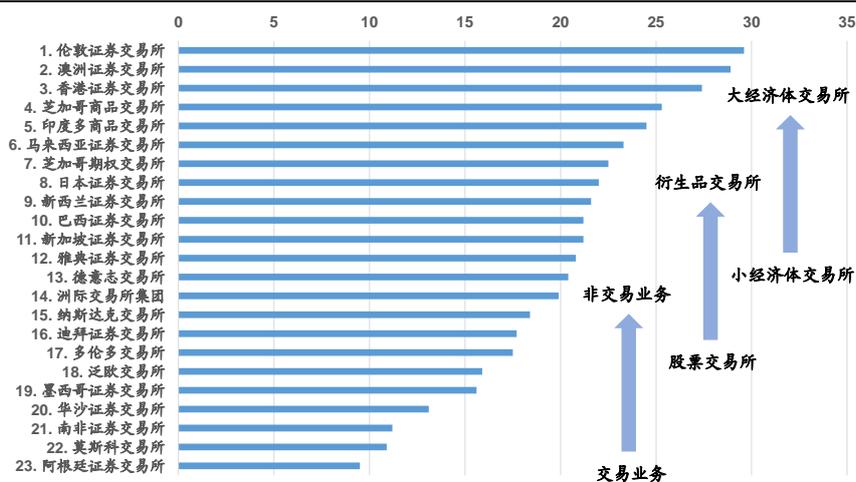


资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万美元; 数据截至时间: 2021 年 2 季度末)

以上市值排名前十的交易所集团代表着完全不同的四类业务特征: (1) 香港交易所代表的是发展中经济体的资本市场潜力, 目前主要以股票业务为主, 市值最高; (2) 芝加哥商品交易所和洲际交易所衍生品业务为主, 市值其次; (3) 伦敦证券交易所正转向数据业务, 持续扩张非交易业务, 市值第三; (4) 德意志交易所和纳斯达克等交易所集团以股票交易业务为主, 市值最低。

我们再看估值情况。鉴于交易所集团以轻资本业务为主, 我们用 PE 倍数来比较各交易所的估值情况。

图 3：2019 年全球部分交易所的 PE 预测倍数



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

以上 PE 倍数的排序，与市值排序所反映的情况基本类似：（1）向数据业务转型的伦敦证券交易所的估值倍数最高；（2）其次是大型发展中经济体的交易所集团，例如香港证券交易所和印度多商品交易所；（3）再次是以衍生品业务为主的交易所集团，包括芝加哥商品交易所、芝加哥期权交易所和洲际交易所集团；（4）最后，估值倍数最低的就是以股票交易业务为主的交易所集团，例如纳斯达克交易所集团。

港交所：九月市场活跃度下滑

9月的市值环比小幅下滑，日均交易额的环比下滑幅度收窄：（1）9月（截至到9月24日，下同）港股总市值下跌至56万亿元（环比-3.7%，同比+4.0%），而7、8月港股总市值分别为57万亿元（环比-9.9%，同比+6.7%）和58万亿元（环比+1.3%，同比+4.8%）；（2）9月日均交易额为1079亿元（环比-2.7%，同比+28.4%），7、8月份港股日均交易额分别为1295亿元（环比+26.5%，同比+5.8%）和1109亿元（环比-14.4%，同比+16.5%）。

行业市值：9月只有三个行业的市值实现增长。9月只有三个行业的市值实现增长，即医疗保健（3.8万亿元，环比+0.4%）、能源（2.8万亿元，环比+11.1%）、公用事业（1.9万亿元，环比+3.9%）等行业的市值上升，而8月只有信息技术（7.6万亿元，环比-2.5%）、医疗保健（3.7万亿元，环比-11.2%）等行业的市值下滑。

表 14：行业市值分布

总市值(合计)	2021年7月	2021年8月	环比	2021年9月	同比	环比
金融	153,155	156,211	2.0%	153,866	-2.3%	-1.5%
可选消费	124,863	125,231	0.3%	113,710	-6.3%	-9.2%
信息技术	78,042	76,130	-2.5%	72,095	8.2%	-5.3%
房地产	41,003	41,219	0.5%	36,800	-15.2%	-10.7%
工业	40,765	44,364	8.8%	44,049	31.4%	-0.7%
医疗保健	42,324	37,597	-11.2%	37,747	24.0%	0.4%
能源	23,000	24,986	8.6%	27,759	32.4%	11.1%
日常消费	18,439	18,672	1.3%	17,444	-8.5%	-6.6%
电信服务	14,295	15,917	11.4%	15,765	0.9%	-1.0%
公用事业	17,391	18,248	4.9%	18,962	26.4%	3.9%
材料	19,611	21,983	12.1%	20,984	48.4%	-4.5%
全部港股	572,888	580,557	1.3%	559,181	4.0%	-3.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

日均成交额：可选消费和信息技术下滑，影响交易总量。9月，11个行业中，6个行业表现为正增长，包括能源（环比+70.6%）、公用事业（+46.5%）、材料（+31.6%）、房地产（+29.9%）、金融（+20.7%）、工业（+11.3%），但信息技术（-22.2%）和可选消费（-10.8%）的下滑显著，严重拖累总的日均成交量。

表 15：日均交易额分布

日均交易额	2021年7月	环比	2021年8月	环比	2021年9月	同比	环比
金融	162	24.2%	127	-21.8%	153	14.8%	20.7%
可选消费	345	28.1%	298	-13.5%	266	21.8%	-10.8%
信息技术	340	52.1%	306	-10.1%	238	14.7%	-22.2%
房地产	79	2.1%	64	-19.6%	83	31.7%	29.9%
工业	59	6.4%	59	0.5%	66	69.8%	11.3%
医疗保健	147	20.1%	98	-33.2%	84	23.3%	-14.0%
能源	25	-10.3%	20	-18.9%	35	138.9%	70.6%
日常消费	39	4.3%	31	-19.3%	27	-33.8%	-13.5%
电信服务	24	21.0%	23	-5.7%	14	-23.8%	-37.4%
公用事业	22	-4.8%	31	40.5%	45	175.7%	46.5%
材料	53	43.7%	52	-2.1%	68	229.6%	31.6%
总计	1295	26.5%	1109	-14.4%	1079	28.4%	-2.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

投资建议：维持盈利预测，维持增持评级

长期来看，我们认为北交所的设立不会直接冲击香港交易所的成长性，因为香港交易所作为中国在美元体系内的唯一证券交易所，差异性十分明显，战略空间较大，关键在于未来战略的方向及执行，我们维持香港交易所的增持评级。

虽然近期股票市场的波动加剧，但从价值投资的角度出发，香港交易所的基本面非常坚挺，利好持续，长期成长的确性强，所以我们维持“增持”评级，维持盈利预测，预计2021年至2023年的EPS分别约11.26/13.78/16.50港元，维持51倍的PE目标倍数，对应2021年的目标价为574港元。

风险提示

监管政策和货币政策等风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032