2020 年 09 月 25 日
证券研究报告·策略研究

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

策略专题报告

注册制给 A 股带来的六大影响

摘要

9 月 24 日，创业板注册制实施已经满一个月了。创业板注册制是继上交所科创板注册制实施后，A 股又一个板块实现了注册制的全面落地。注册制是 A 股历史上的重大事件，其对市场的影响堪比当年的股权分置改革。从当前注册制运行实践情况来看，分析研究创业板注册制的潜在影响，对于研判市场未来的走势十分重要。我们认为，在注册制全面推进的大前提下，创业板注册制落地，已经和将会对市场会产生六个方面的深远影响。

影响一：注册制的实施循序渐进，将来有望推广到全部板块

影响二：新板块新制度的引进，会给市场带来新行情

影响三：创业板注册制的监管将更加法治化规范化

影响四：新交易制度的引进，使得资金进一步向注册制板块集聚

影响五：A 股融资将由以往给国企解困为主向注册制板块倾斜

影响六：注册制对现有其它板块形成有力支撑，促进了多层次资本市场建设

小结：总体而言，注册制的实施推进，是中国资本市场建设的一件里程碑式的大事。随着注册制运行的不断成熟，相应的制度不断完善，注册制有望在未来在 A 股全面推开，使得中国资本市场与国际接轨，成为更具包容性和成长性的多层次国际性资本市场。

风险提示：市场波动加剧，注册制进一步推进受阻。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌

执业证号：S1250515070001

电话：021-68415861

邮箱：zhbin@swsc.com.cn

相关研究

1. 策略专题：轻舟已过万重山——A 股 2020 年四季度投资策略（2020-09-08）
2. 策略专题：成长股活力凸显——2020 年 A 股中报业绩分析（2020-09-03）
3. 策略专题：国企改革新一轮大幕即将拉开帷幕（2020-08-26）
4. 策略专题：创业板注册制的大幕如何拉开（2020-08-23）
5. 策略专题：不惧调整，慢牛继续（2020-08-16）
6. 策略专题：政治局会议的三大重要判断（2020-08-06）
7. 策略专题：公募基金持仓显示慢牛行情稳健——2020 年二季度基金持仓分析（2020-07-29）
8. 策略点评：回归均线，方为慢牛本色（2020-07-17）
9. 策略专题：牛市步入高潮（2020-07-11）
10. 科技牛高潮——A 股 2020 年下半年投资策略（2020-06-22）

9 月 24 日，创业板注册制实施已经满一个月了。创业板注册制是继上交所科创板注册制实施后，A 股又一个板块实现了注册制的全面落地。注册制是 A 股历史上的重大事件，其对市场的影响堪比当年的股权分置改革。从当前注册制运行实践情况来看，分析研究创业板注册制的潜在影响，对于研判市场未来的走势十分重要。我们认为，在注册制全面推进的大前提下，创业板注册制落地，已经和将会对市场会产生六个方面的深远影响。

影响一：注册制的实施循序渐进，将来有望推广到全部板块

注册制对于中国股票市场投资者而言并非新鲜事。最早提出注册制改革的动议可以追溯到 2013 年召开的十八届三中全会，会上通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提到，“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革”。但后期因为经历了 2015 年股灾、2016 年年初的熔断等事件，注册制改革被迫推迟。2018 年 11 月 5 日，习近平总书记在首届国际进口博览会上宣布，中国将在上海设立科创板并试点注册制。注册制登陆 A 股的步伐开始明显加快。

2020 年 2 月 29 日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》（下称《通知》），明确在不同市场和板块分步骤实施股票公开发行注册制。在相关板块市场注册制改革正式落地前，仍继续实施核准制。创业板和新三板有望先行试点，主板和中小板暂时仍采用核准制。随着新《证券法》在 2020 年 3 月 1 日的正式实施，注册制在主板逐步实施也正式提上日程。2020 年 4 月 27 日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。随后，证监会发布了相关细则的征求意见稿。相比科创板注册制，创业板注册制的投资门槛更低，普通投资者将会面临全新的市场规则。

根据《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，按照证监会统一部署，深圳证券交易所在广泛征求意见的基础上，2020 年 6 月 12 日正式发布了创业板改革并试点注册制的相关业务规则以及配套安排。这意味着注册制即将正式登陆创业板。注册制是中国资本市场的一件大事，注册制的推出服务于国家经济转型战略。中国经济正处在转型阶段，传统依靠地产、基建和制造业的经济发展模式遇到了挑战。中国经济将朝着新兴动能、新兴产业、消费升级等方向转型。新兴动能和新兴产业更需要以资本市场为载体的直接融资体系融资。坚定不移地推进注册制改革是适应经济发展转型的战略需要。从中长期来看，注册制的推行有助于提升经济的韧性，有望成为推动中国经济转型的引擎。

“注册制”是资本市场的重大制度创新，是对证券发行体制的重要改革，彰显了资本市场持续创新改革、锐意进取的决心和信心。当前，虽然主板和中小板仍然暂时维持核准制，但未来随着注册制平稳有效运行，这两个板块也有望逐步施行注册制。届时，中国资本市场将与国际规则全面接轨，有望吸引海内外优质企业来中国上市，营造一个容纳全球优质资产的多层次资产池。

影响二：新板块新制度的引进，会给市场带来新行情

这是由于 A 股的改革方向，是朝着容纳越来越多新兴产业领域的企业来上市，而新产业往往具有高成长性，高成长性就会带来板块的优异表现。

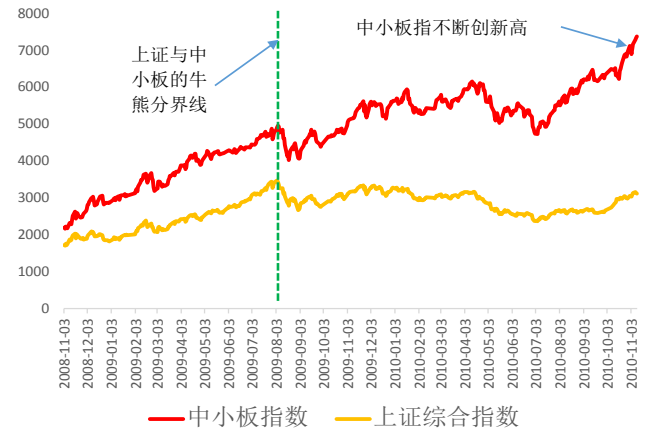
A 股每次扩容带来的新鲜血液，都会给市场带来新的惊喜。在投资者的传统印象中，A 股是个“牛短熊长”的市场。但若分板块来看，A 股不同板块经常会有长牛表现，A 股在大部分时间里，都处于结构性牛市状态。A 股的“真相”，其实是“牛长熊短”。从 2005 年

到 2020 年的 15 年时间里，A 股实际上有 12 年都处于牛市中。这其中，除了 2006-2007 年的全面大牛市、2015 年上半年的“杠杆牛”，其它几次最为典型的，就是新兴板块带来的结构性牛市。

第一次是中小板带来的“成长牛”。2004 年 5 月，中国证监会正式批复同意深交所设立“中小企业板”，专为具有收入增长快、盈利能力强的中小企业上市融资创造条件。中小板指数在 2005 年 6 月开始设立。由于设立初始，正值 A 股第一轮大牛市的前夜，之后中小板指的走势与上证综指并无明显差别，都是经历了 2006-2007 年的超级大牛市，并在金融危机的冲击下，出现大跌，陷入熊市，直至 2008 年底四万亿刺激计划出台，A 股见底反弹，一直到 2009 年 8 月。之后，中小板与主板走势出现了明显分化：主板在 2009 年 8 月 4 日创出 3478 点反弹新高后，再无表现，指数一路震荡下行；而中小板指则在短暂回调后，继续走出独立牛市。2009 年 11 月，中小板指已经超过 8 月份的反弹高点，之后一路震荡走高，直到一年后的 2010 年 11 月，中小板创出次轮牛市的最高点 7493 点，这个点位已经比 2009 年 8 月的高点 5018 点上涨了 50%，而同期的上证综指却只有 3186 点，比 2009 年高点要低了 8.4%！

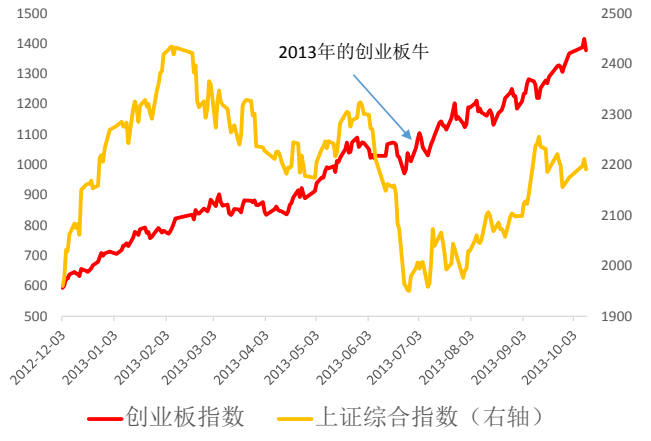
第二次是创业板带来的“成长牛”。2009 年 10 月，深交所设立“创业板”，主要为从事新技术产业、成立时间短、规模较小，但成长性好的企业提供较为宽松的上市融资机会。创业板指数在 2010 年 6 月正式设立。之后，由于创业板公司业绩的下滑，创业板指数也随之回落。但是随着移动互联网时代的到来，影视、游戏等行业开始蓬勃发展。中国电影票房在 2010 年首次突破百亿大关，之后保持连续增长，年增速在 30%以上，而手游则在 2012 年开始爆发，爆款游戏频出。与之对应的，以新兴产业为主的创业板指也在 2012 年底见到历史最低的 585 点，之后便一路上扬，在 2013 年整年，都走出了与主板完全不同的独立牛市行情。

图 1：2008 年 11 月到 2010 年 11 月的中小板长牛



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2012 年底到 2013 年底的创业板成长



数据来源：Wind，西南证券整理

与中小板在 2010 年、创业板在 2013 年的独立表现类似，当前以创新型企业为主的注册制板块，未来也有望走出独立表现。

影响三：创业板注册制的监管将更加法治化规范化

刘鹤副总理之前在参加陆家嘴论坛时对资本市场发展提了九字方针：坚持“建制度、不干预、零容忍”。

创业板实施注册制之初，在创业板交易监管方面，深交所明确表示，要“充分尊重交易自由，切实保护合法交易权”。交易所作为市场的直接监管人，要“坚持市场化、法治化方向，充分考虑深市中小市值公司多、交易活跃特点，把握好监管尺度，提高监管适应性，对不存在明显异常、不涉嫌违法违规的交易行为不干预，实施有弹性、有温度的监管”。

随着创业板注册制的落地，市场运行情况出现了一些新变化。市场的运行超出了之前的预期。规则上的一些特点被资金所利用，一批股票股价出现了异常波动。在这种状况下，监管部门开始出手，连续公布重要处理信息。在最新的证监会党委学习会上，管理层提出要从五个方面提升治理能力和水平：“一是统筹推动多层次资本市场协调发展。准确把握各板块定位，坚持突出特色、错位发展，不断提升制度的包容性和适应性。科学保持 IPO 常态化。二是扎实办好创业板。充分认识创业板存量改革的复杂性、艰巨性，客观、理性、专业看待改革中的新情况，加强研究评估，保持定力，坚持用市场化法治化的手段促进创业板平稳健康发展。三是以注册制改革带动资本市场基础制度完善。四是全面、辩证把握“建制度、不干预、零容忍”之间的有机联系。处理好政府和市场的关系，进一步把制度完善起来、把规矩立起来，让市场对监管行为有明确预期。坚持依法依规监管，对恶性违法违规行为保持“零容忍”。五是守牢风险底线，切实维护市场稳健运行。更加突出“稳”的重要性，增强统筹大局的能力，加强宏观形势研判，努力走在市场曲线前面。”

这五个方向的提出，是对之前市场个别股票异常波动做出的应对，我们认为对市场有四点启示：一是“科学”保持 IPO 常态化，意味着 IPO 节奏会随市场状况进行调整，但是 IPO 不会停止；二是坚持用市场化法治化方法促进创业板发展，意味着将会更多利用法律工具，来保障市场的平稳运行；三是要“辩证”把握“建制度、不干预、零容忍”之间的有机联系，这意味着监管会沿着“法治化市场化”方向针对性加强，对违规行为处罚力度会加大；四是努力走在市场曲线前面，意味着管理层意识到监管对于市场风向的影响，未来监管会更加强调前瞻性。

影响四：新交易制度的引进，使得资金进一步向注册制板块集聚

此次创业板注册制，与科创板注册制在诸多细节上游微调，同时也对创业板原先的交易制度做了调整。我们认为对市场影响大的主要是三方面的调整：

其一是创业板注册制的交易受众将更加广泛。科创板的投资门槛其实比较高的，要求“两年交易经验且开通前 20 日资产日均不低于 50 万元”，而创业板的投资者门槛则是“两年交易经验且开通前 20 日资产日均不低于 10 万元”。当前 A 股流通市值在 10 万-50 万之间的个人投资者数量在 1200 万人左右，是 50 万以上投资者数量的 5 倍左右。创业板注册制的落地，意味着有更多的个人投资者可以参与注册制。

其二是调整了创业板股票涨跌幅限制。创业板新股上市前五个交易日不设涨跌幅，而后涨跌幅限制为 20%。其中，在无涨跌幅限制限制阶段，盘中会有临时停牌机制，触发阈值为涨跌 30%和 60%，会分别停牌 10 分钟。创业板原有存量股票涨跌幅从 8 月 24 日开始调整为 20%。而创业板当中在 8 月 24 日前已经进入退市整理期的股票，价格涨跌幅不作调整，仍然为 10%。

其三是创业板注册制下单笔最高申报数量进行调整，上限远高于科创板。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。相比之下，科创板的相应数量限制分别为 10 万股和 5 万股。此外，创业板单笔买入申报数量必须以 100 股为最小单位，而科创板单笔申报数量则不能小于 200 股，同时可以按 1 股为单位进行递增。

表 1：创业板注册制与科创板注册制的异同

时间	会议层级	会议主题及相关内容	
板块定位	主要是服务成长型创新企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，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事业。	
投资者门槛	两年交易经验、开通前 20 日资产日均不低于 10 万元且参与证券交易 24 个月以上。	两年交易经验、开通前 20 日资产日均不低于 50 万元且参与证券交易 24 个月以上。	
注册制理念	贯彻信息披露为中心的注册制理念，精简优化发行条件，增强制度的包容性，强化市场主体的责任。		
注册制流程	相同	注册程序分为交易所审核和证监会注册两个环节	
	不同	证监会在上交所审核通过后 15 个工作日内完成注册。	证监会在上交所审核通过后 20 个工作日内完成注册。
发行条件	相同	在主营业务、控制权、独立性、发行后股本结构等方面规定相同。	在主营业务、控制权、独立性、发行后股本结构等方面规定相同。
	主体资格	除依法设立并合法存续的股份公司外，允许满足一定条件的已盈利差异投票权企业以及红筹企业上市	除依法设立并合法存续的股份公司外，允许满足一定条件的已盈利差异投票权企业以及红筹企业上市
	财务指标	（一）分情况试用三套市值及/或财务指标。（二）将允许未盈利企业上市、取消最近一期不存在未弥补亏损的要求	（一）分情况试用三套市值及/或财务指标。（二）将允许未盈利企业上市、取消最近一期不存在未弥补亏损的要求
交易规则	相同	新上市企业前五个交易日不设涨跌幅限制、上市首日即可融券卖出、没有 T+0、限价申报价格限制、盘后定价交易、两融交易规则等	相同
	单笔申报数量	限价订单单笔申报不得超过 30 万股，市价订单单笔数量不得超过 15 万股	单笔申报数量
	跟投机制	仅对未盈利，红筹架构，特殊股票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投	跟投机制
股权激励		激励股份或期权总额不超过总股本的 20%，单独或合计持有公司 5%以上股份的股东、实际控制人等符合条件的可以成为激励对象	
退市市值指标		连续 20 个交易日收盘市值低于 5 亿元	连续 20 个交易日市值低于 3 亿元
专家咨询制度		深交所设立行业咨询专家库，主要就发行上市审核提供专业咨询	上交所设立咨询委员会，负责向上交所提供专业咨询、人员培训和政策建议

数据来源：证监会、上交所、深交所，西南证券整理

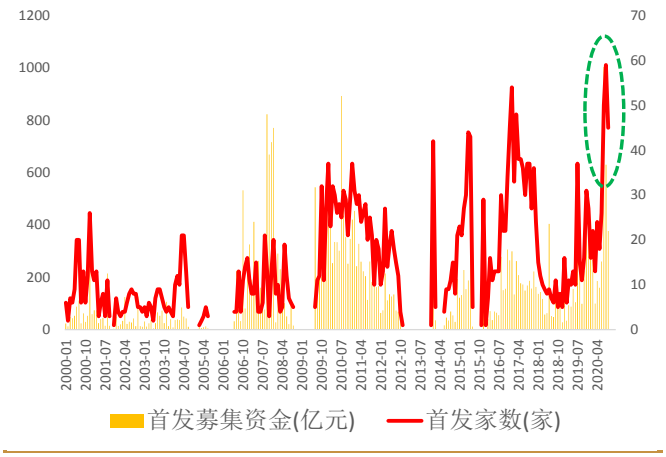
这些交易制度的调整，放大了市场波动，同时也增强了注册制板块对于市场资金的吸纳。Wind 统计数据显示，从 8 月 24 日到 9 月 23 日的 23 个交易日中，A 股日均成交额为 8547 亿元。同期，创业板日均成交 2694 亿元，占 A 股日均总成交金额比例为 31.5%，显著高于此前一个月 18.61%的均值。未来，创业板与科创板的成交量接近乃至超过上证主板，将会是一种常态。

影响五：A 股融资将由以往给国企解困为主向注册制板块倾斜

注册制让优质企业获得了更多的上市机会。当前创业板 860 家公司中，属于电子、通信、军工、电气设备、机械、汽车、生物医药等行业的高新技术企业达到 625 家，占比高达 72.6%，而科创板中这些行业的企业占比甚至高达 75.7%。相比之下，主板中相关行业占比仅有 33.6%。随着创业板注册制的实施，更多新兴产业领域的优质公司获得了上市的机会。

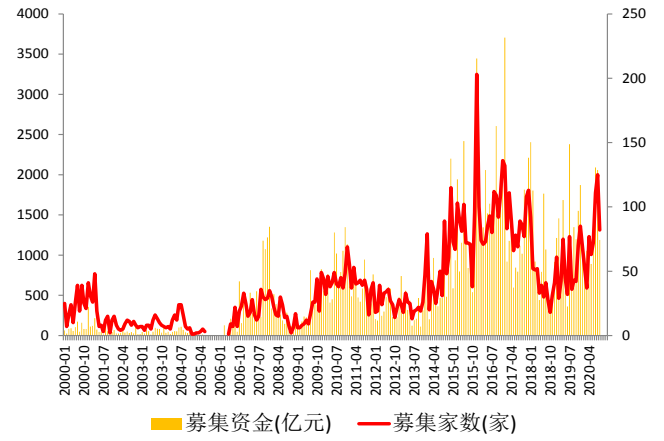
2000 年以来，A 股共上市新股 3206 家，平均每个月上市 12 家新股。在注册制实施之前，平均每个月上市 14 家新股，而注册制实施后，平均每个月上市 27 家新股，是之前的 2 倍。

图 3：2000 年以来 A 股 IPO 状况



数据来源：Wind，西南证券整理

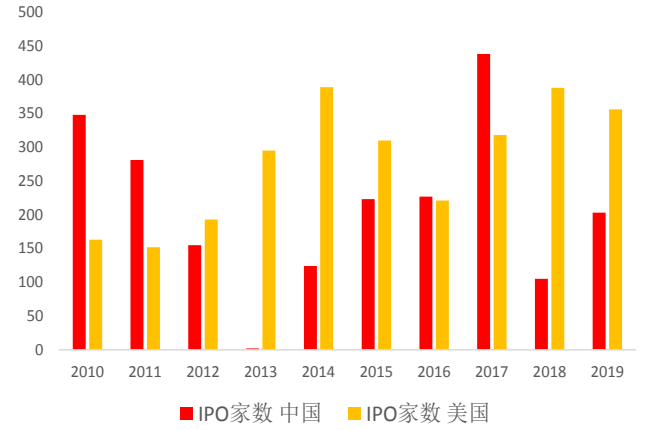
图 4：2000 年以来 A 股整体募资状况



数据来源：Wind，西南证券整理

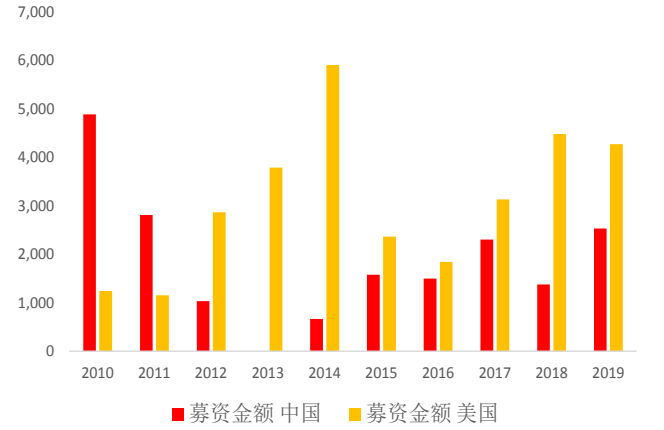
实际上从 2016 年以来，A 股的 IPO 节奏就呈现出快速发展的节奏：2016 年全年 IPO 数量 227 家，募资 1496 亿元；2017 年全年 IPO 数量 438 家，募资 2301 亿元；2018 年全年 IPO 数量 105 家，募资 1378 亿元；2019 年全年 IPO 数量 203 家，募资 2532 亿元。相应的，实行注册制的美股，2016-2019 年的 IPO 数量分别为 221 家、318 家、388 家和 356 家，募资金额分别为 263 亿美元、447 亿美元、640 亿美元和 610 亿美元。A 股的募资水平和节奏，已经与美股接近了。

图 5：2000 年以来中美 IPO 家数对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2000 年以来中美 IPO 募资金额对比



数据来源：Wind，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理　　数据来源：Wind，西南证券整理

未来，随着注册制不断深入推进，越来越多的优质标的将汇聚到 A 股，为投资者提供优质的核心资产。

影响六：注册制对现有其它板块形成有力支撑，促进了多层次资本市场建设

新三板指数在注册制后得到了巨大涨幅。使得多层次资本市场更加进入良性循环的轨道上来。

截至 9 月 23 日，新三板共有公司 8401 家，其中精选层 32 家，创新层 1176 家，基础层 7193 家。在注册制实施后，新三板公司获得了更多的上升通道，其整体板块的估值也得到提升，流动性获得增强。目前，共有 316 家新三板公司退市，其中，有 177 家公司已经在 A 股上市，绝大部分都是在创业板与科创板上市。在注册制实施前，新三板公司总共只有 64 家公司转板到 A 股上市，但是在注册制实施后，新三板公司在 A 股上市的数量达到了 113 家，特别是 2020 年以来，已经有 79 家新三板公司在 A 股转板上市，其中 73 家都是在科创板或创业板上市。可以说，注册制的实施，给更多新三板公司尽快转板敞开了大门。这有利于新三板头部公司增加流动性，也有利于新三板头部公司股东获得更好的估值溢价。

小结

总体而言，注册制的实施推进，是中国资本市场建设的一件里程碑式的大事。随着注册制运行的不断成熟，相应的制度不断完善，注册制有望在未来在 A 股全面推开，使得中国资本市场与国际接轨，成为更具包容性和成长性的多层次国际性资本市场。

风险提示：市场波动加剧，注册制进一步推进受阻。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn