注册制大时代：重塑估值和竞争力

报告日期： **2020-09-18**

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
邮箱：zhangdd@hazq.com

联系人：方　晨
执业证书号：S0010120040043
邮箱：fangchen@hazq.com

联系人：夏　怡
执业证书号：S0010120020018
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告

1. 《分裂的时代：A 股结构性行情启示》-20200610

主要观点：

以注册制为核心的改革路径不断清晰。

从 2019 年科创板的开始，到 2020 年 8 月创业板注册制首批企业上市，在资本市场发展的新阶段，以注册制为核心的改革路径不断清晰。2020 年 4 月发布的《要素市场化配置》的文件中就已经提到，资本作为五大要素之一是改革的主要方向。尤其是当中国资本市场发展到现阶段,如何通过提高直融占比，助推经济转型，成为发展注册制的关键要义。

海外注册制给予启示。

复盘海外注册制历程，不难看出信息披露是注册制的核心，同时渐进式的改革是可行的。具体来看，可以总结为三个最重要的启示：1）美股以安然和世通事件为例，注册制下监管制度的增强将保障市场运行；2）台湾地区从单一核准制，到核准制和注册制并行，再到单一注册制，渐进式改革是可行的；3）印度注册制的启动同时伴随着国际化的进程。这三点也正与当前我国注册制改革和发展路径相类似。

A 股 IPO 注册制的意义：促进市场活力和重构估值体系。

A 股的 IPO 制度，随着市场的成长，经历了从审批制，到核准制，再到注册制的逐步过渡。制度上，行政风格不断消退，并重视信息披露；定价机制向市场化迈进。结合 A 股注册制的实施，将带来对市场和估值两方面的影响：1）市场主体：注册制通过配售向机构倾斜，注重价格发现功能，以及退市机制的完善，将促进市场主体的活力；2）估值体系：注册制将考验参与主体对于上市公司全生命周期的定价能力，未来将重构估值体系。

上市公司借力注册制改革。

上市公司作为 A 股 IPO 注册制中的重要主题，将从九大方面借力注册制改革。1）提升融资效率：在缩短融资等待时间的同时，注册制的推出将降低企业融资成本。2）门槛降低：瞄准成长创新企业，注册制向科技企业和初创企业倾斜。3）注册制推动新三板企业上市进程。4）拆分上市和重组：配合注册制，两项新规的落地将助力企业多元资本的运作。5）民营企业作为经济的中坚力量，是直接融资倾斜的方向。6）持续监督带来的正向反馈，帮助建立现代企业制度。7）公众形象：信披要求提升企业知名度。8）地方政府通过财政和税收双重补贴鼓励企业上市。9）对外开放：注册制实施将带来独角兽回流效应，同时提高对国际资本的吸引力。

风险提示：资本市场改革深化速度不及预期。

正文目录

1 为什么现在提出注册制改革？ 5
1.1 要素市场化配置：市场化定价是改革核心 5
1.2 我国资本市场发展阶段：注册制为核心的新阶段 6
1.3 高质量发展的关键时期：助推经济转型 7
2 海外注册制给予的启示 9
2.1 美股注册制：从“蓝天法”到 21 世纪的监管增强 9
2.1.1 美股注册制的演变 9
2.1.2 美股注册制的特点 10
2.1.3 美股注册制的启示 12
2.2 台湾地区注册制：注册制改革循序渐进 13
2.2.1 台湾地区注册制的演变 13
2.1.2 台湾地区注册制的特点 14
2.1.3 台湾地区注册制的启示 15
2.3 印度注册制：注册制与对外开放步调一致 16
2.3.1 印度注册制的演变 16
2.3.2 印度注册制的特点 16
2.3.3 印度注册制的启示 17
3 A 股注册制的意义：强调市场自主调节和定价 18
3.1 A 股 IPO 制度变化：从审批制，到核准制，再到注册制的逐步过渡 18
3.2 A 股注册制的意义：促进市场主体活力 19
3.3 A 股注册制的意义：重构估值体系 25
4 上市公司如何借力 29
4.1 提升融资效率 29
4.2 门槛降低：向科技企业、初创企业倾斜 31
4.3 新三板转板：注册制推动新三板企业上市进程 32
4.4 拆分和上市重组：助力企业多元资本运作 32
4.5 民营企业：直接融资向民营企业倾斜 35
4.6 企业治理：建立现代企业制度 36
4.7 公众形象：信披要求提升知名度 37
4.8 政府支持：财政和税收的双重补贴 38
4.9 对外开放：独角兽回流，提高对国际资本吸引力 39
5 风险提示 39

图表目录

图表 1 1993 至 2019 年：上证综指不能正确表征经济变化.....5
图表 2 2000-2019：各地区 IPO 融资总额与 GDP 平均排名高度正相关.....6
图表 3 截止 2020 年 8 月创业板 VS 科创板市值和上市公司家数.....7
图表 4 A 股 IPO 及再融资金额不断增加.....8
图表 5 上市公司通过股市及发债融资金额/贷款抬升.....8
图表 6 2000-2020：IPO 融资总额前 10 行业.....8
图表 7 美股注册制推行演变的四个阶段.....9
图表 8 美国注册制审核流程.....10
图表 9 2001-2015 美国纽交所、纳斯达克的退市比例稳定.....11
图表 10 美国增发总规模 2013 年后明显下降.....12
图表 11 再融资数量集中在信息技术、房地产、医疗、金融.....12
图表 12 台湾地区注册制的演变：从单一核准制，到并行，再到单一注册制.....13
图表 13 台湾地区每年上柜上市企业数量.....14
图表 14 台湾地区加入 MSCI 进程与注册制改革进程几乎一致.....15
图表 15 台湾地区现货投资者结构比例：个人投资者占比不断下降.....15
图表 16 印度注册制实行后 IPO 数量猛增.....16
图表 17 印度孟买交易所上市退市数量.....16
图表 18 A 股 IPO 制度变化：从审批制到核准制，再到注册制.....18
图表 19 首次公开发行配售对比：注册制配售向机构倾斜.....20
图表 20 中签率对比：注册制下网下申购中签率增加明显.....20
图表 21 国盾量子：上市首日暴涨 10 倍.....21
图表 22 创业板注册制后发行股票：上市首日涨跌幅范围 43%到 1000%.....22
图表 23 交易制度对比.....22
图表 24 实行注册制的科创板：新股审核时间明显缩短.....23
图表 25 过会率比较.....23
图表 26 2000-2020 年新股发行数量和小市值股票的年均换手率呈负相关趋势.....24
图表 27 2014-2015 年 6 月：小市值股票跑赢大盘.....25
图表 28 2020 年 1 月-8 月：小市值股票表现不及大盘.....25
图表 29 创业板注册制上市股票：6 家募集总额不及预计.....26
图表 30 创业板注册制上市股票：部分 IPO PE 低于 23 倍.....26
图表 31 2020 年胡润全球独角兽榜单位列 30 名内的中国企业.....26
图表 32 境内保险公司投资基金和股票比例稳定在 12%附近.....27
图表 33 美国保险业资产配置占比：股票配置 20%-30%.....28
图表 34 注册制流程 VS 核准制流程.....29
图表 35 全国样本企业的融资成本变化情况（单位：%）.....30
图表 36 中国社会融资成本统计.....30
图表 37 中国股票发行及美国股票发行成本对比.....31
图表 38 科创板上市标准及相关代表公司.....31
图表 39 新三板公司转板上市板块情况（截至 2020 年 8 月）.....32
图表 40 首单拆分案例：中国铁建分拆上市前后收盘价.....33

图表 41 科创板 VS 创业板分拆上市名单 33
图表 42 首单并购重组案例：华兴源创收盘价 34
图表 43 民营企业数量占比九成以上 35
图表 44 民间固定资产投资占总额的六成 35
图表 45 A 股上市公司中：民营企业占比最高 35
图表 46 市值分布占比%：民营企业市值总体较低 35
图表 47 民营企业融资成本仍然较高 36
图表 48 基准利率上浮 30%以上的贷款占比不断走高 36
图表 49 红旗连锁排名和门店数 37
图表 50 永辉超市上市后排名上升&门店数量上升 7 倍 37
图表 51 2014-2019 年 A 股政府补助金额 38
图表 52 各省市科创板上市公司数量 38
图表 53 中概股 IPO 数量维持高位 39
图表 54 科技类企业赴美融资占比高 39

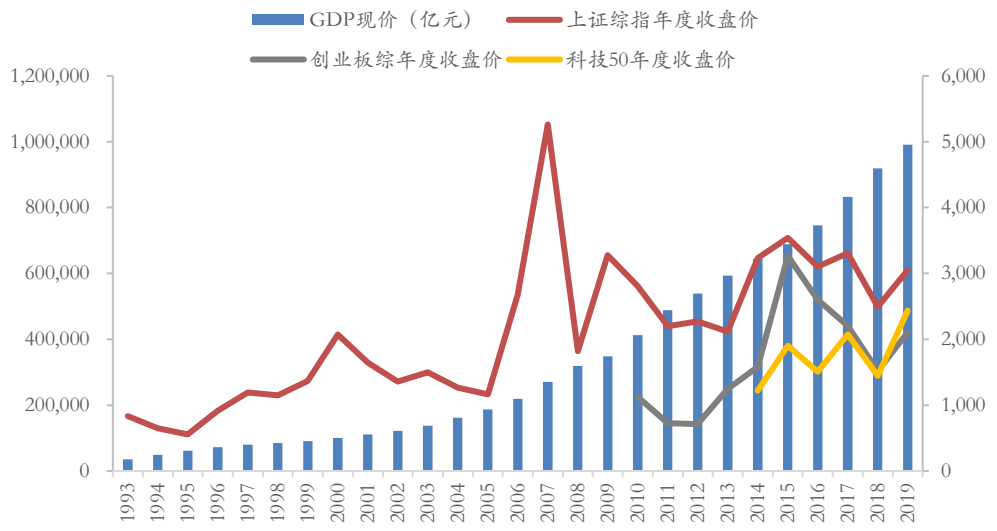
1 为什么现在提出注册制改革?

1.1 要素市场化配置：市场化定价是改革核心

要素市场化配置文件发布，资本市场改革是五大方向之一。2020 年 4 月 9 日，中共中央国务院发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。意见突破了传统三要素，重点提出了改革的持续突破。在所提的土地、劳动力、资本、技术、数据五大要素中，资本市场是主要改革方向之一。

中国股票市场过去面临着综合指数无法准确表征经济，以及资源配置效率不高两大问题。股市作为资本市场中的重要一环，当前面临着两大问题：一是过去市场综合指数的“失真”，尤其是上证综指无法正确表征市场的涨跌，也无法作为 “晴雨表”准确表征宏观经济的变化。从 2010 年到 2019 年，中国的 GDP 增长了近 2 倍，但上证综指中枢依旧在 3000 点附近；但是科技 50 指数自 2014 年以来上涨近 1 倍，超过同期 GDP 增长 0.5 倍的速度。从中可以看到，综合指数无法反映近年来经济结构的变化。除此以外，在无法退市的情况下，综合指数的“失真”与上市公司质量也有一定关联。二是资源的配置效率不高，包括定价的效率，以及地区和行业间的效率分配。

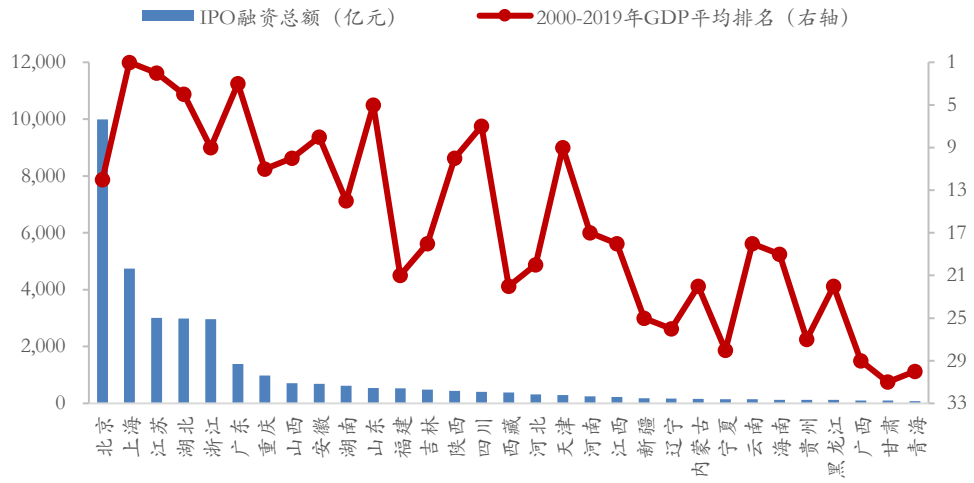
图表 1 1993 至 2019 年：上证综指不能正确表征经济变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

以 IPO 在地区间的效率分配为例，2000 至 2019 年近 20 年间的各省市 IPO 融资总额与 GDP 平均排名呈现高度正相关性。过去近 20 年，地区 GDP 和 IPO 融资排名的相关系数达到近 0.8，即经济越发达的地区在股票市场获得的融资额越高，而在相对欠发达的地区吸引资金的效率则相对较低。一方面表明经济高增长的地区能够吸引越多的资金；但另一方面，也说明经济相对靠后的地区通过股票这类市场化筹资的比例更低，资本市场的分配效率实际上并不均衡。

图表 2 2000-2019：各地区 IPO 融资总额与 GDP 平均排名高度正相关



资料来源：Wind，华安证券研究所

资本市场改革，核心在于要素的市场化定价。为了进一步发挥资本市场的配置效率，股票市场的改革重点便是聚焦基础性制度，通过市场化定价发挥股票市场的资源有效配置。以注册制为例，自 2019 年 7 月科创板开市，以及 2020 年 8 月创业板注册制实行，可以看到围绕注册制为核心的发行、上市、定价、交易和监管制度正在不断完善。

1.2 我国资本市场发展阶段：注册制为核心的新阶段

我国的资本市场的发展历程可以划分为四个阶段。从 1978 至 1992 年的萌芽时期；到 1993 至 1998 年的初步发展时期；1999 至 2007 年的规范发展；2008 至今繁荣发展。

第一阶段 1978-1992：萌芽时期。以改革开放作为起点，中国的经济体制改革开始从旧的模式向新模式转变。从股份制乡镇企业的出现，到城市股份制试点改革，再到股票一级市场的出现和 1986 年股票二级市场的前身出现，中国资本市场开始进入萌芽发展阶段。其中，标志性的事件就是 1990 年上交所和 1991 年深交所的成立，立足于全国的资本市场的建立，代表中国金融体制改革的重要一步。

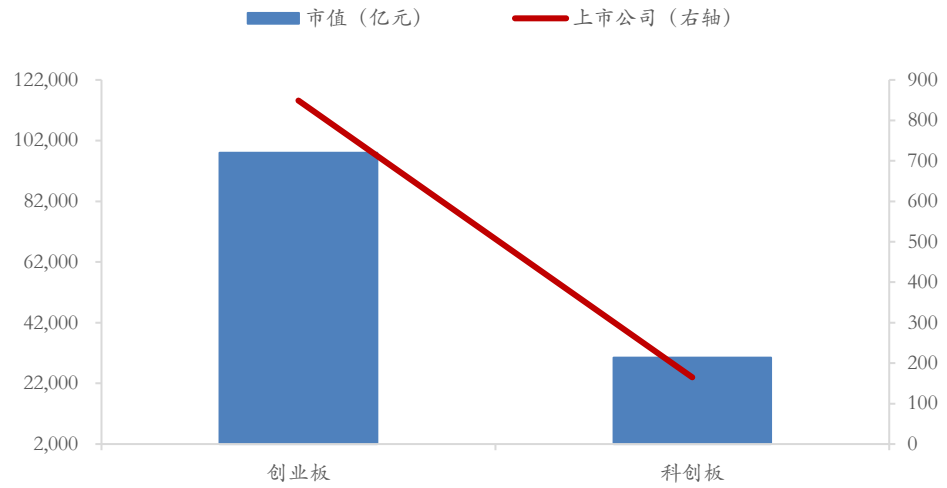
第二阶段 1993-1998：初步形成阶段。尽管 1990 年和 1991 年上交所和深交所已经成立，但是成立之初同样面临诸多问题。其中，著名的“8.10”舞弊事件就是深交所在 1992 年 8 月的对外新股认购中，查实证明很多网点发生舞弊，是中国资本市场在发展初期由于制度不完善造成暴露出的一次问题。因此，1992 年 10 月，以证监会成立为标志，在解决了之前多头监管的问题的同时，实现了全国证券市场的统一监管。之后，包括 1995 年 7 月中国证监会正式成为国际证监会组织 IOSCO 成员，以及 1997 年金融体系的分业经营，奠定了全国性资本市场的初步发展。

第三阶段 1999-2007：规范发展。中国资本市场进入 2000 年后迎来了进一步的规范发展阶段。其中，标志性事件是 1999 年 7 月《证券法》的实施，为资本市场的发展提供了法律依据和保障。除此以外，以 2004 年《国务院九条意见》为代表，2005 年股权分置改革的推进，则标志着中国资本市场基础性制度改革的推进。以 2005 年三一重工为代表的第一家成功实施改革的上市公司为起始，到 2007 年基本完成了股权分置改革，实现了改善公司的治理和运行机制，上市公司后续可持续发展的目的。

第四阶段 2008 至今：繁荣发展。自 2008 年以来，中国资本市场的深化改革不断加速。**在建设多层次资本市场方面，**其中的标志性事件就是 2009 年创业板和 2012 年新三板的推出，形成了由主板、创业板、中小板和新三板形成的多层次股票市场。在 2013 年的政府工作中，还进一步提出加快建设多层次资本市场。**对外开放方面，**2014 年沪港通和 2016 年深港通的开通，以及 A 股纳入 MSCI，实现了国内资金走出去和外资引进来的双向流动，带来中国金融对外开放步伐的加速。**创新机制方面，**2010 年融资融券业务开通，2010 年股指期货和 2015 年 50ETF 期权的上市，可以看到对冲机制的建立，标志着向成熟市场靠拢的过程。

发展新阶段：以注册制为核心。近两年资本市场改革不断加速，以注册制为核心的改革路径不断清晰。以 2019 年科创板增量改革为起始，到第二步 2020 年创业板注册制的存量改革，以及未来第三步全市场注册制。当前，注册制改革已经进行到第二步。一方面，创业板自 2009 年开始以来已近运行超过十年，截止 2020 年 8 月上市公司达到 849 家，市值近 10 万亿元，涉及体量更为巨大；另一方面，创业板新开户 10 万的开户门槛低于科创板 50 万市值，参与的投资者数量更多，对于资本市场的正面示范效应将更大

图表 3 截止 2020 年 8 月创业板 VS 科创板市值和上市公司家数

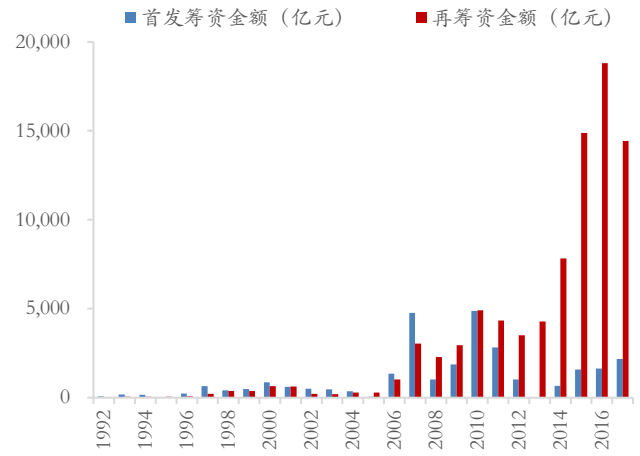


资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 高质量发展的关键时期：助推经济转型

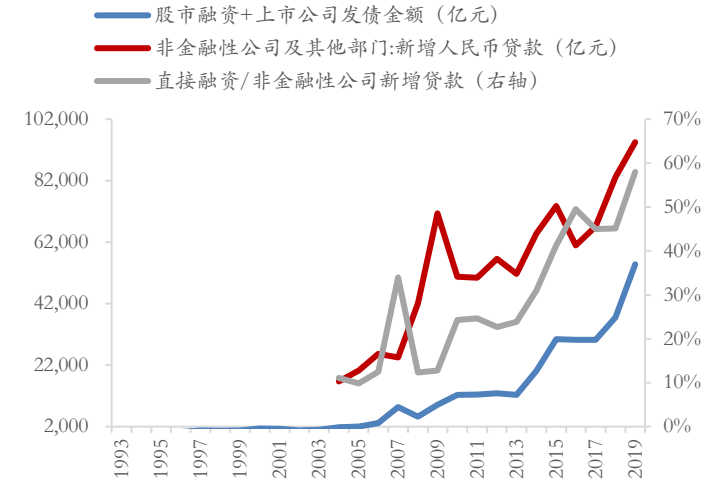
境内股票市场融资额不断抬升，单渠道融资拓展为多渠道。一方面，股市场的融资功能不断得到发挥，IPO 金额从 1992 年的 68.91 亿增长到 2017 年的 2186 亿，再融资在 2017 年的规模达到 1.4 万亿。**另一方面，股票市场的设立为企业拓展了融资渠道，**从之前单纯依赖银行贷款和财政倾斜，转向以市场化的股市直接融资。以上市公司股市及发债融资额之和与非金融机构的新增贷款余额进行对比，从 2000 年以来不断走高，也可以侧面印证融资渠道的拓宽。这对于企业最直接的影响，就是提高融资效率和资源的有效配置的同时，达到降低负债率的效果。

图表 4 A 股 IPO 及再融资金额不断增加



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 上市公司通过股市及发债融资金额/贷款抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所

注：再筹资 = 公开增发+定增+配股+权证+优先股

从行业来看，历年上市的行业分布变化从传统周期行业向电子、医药等行业转变，显示出与中国经济发展高度相关。通过统计 2000 至 2020 年 IPO 融资总额前十的行业变化，可以看到从 2007、2008 年“煤飞色舞”为代表的传统周期行业融资额排在前列，到现在科技、医药打头，显示出股市的融资功能与不同经济发展阶段相呼应。在当前市场发展的新阶段，随着经济动能的转换，包括科创板和创业板注册制的实施，未来股市将继续助推中国经济的转型。

图表 6 2000-2020：IPO 融资总额前 10 行业

	2000-2005（亿元）		2006-2010（亿元）		2011-2015（亿元）		2016-2020（亿元）	
1	公用事业	287	银行	2955	非银金融	688	电子	1803
2	化工	262	采掘	1811	机械设备	565	银行	1036
3	银行	207	非银金融	1431	化工	433	机械设备	1003
4	交通运输	188	建筑装饰	1339	医药生物	398	医药生物	968
5	通信	186	交通运输	883	建筑装饰	368	化工	826
6	钢铁	171	机械设备	610	电气设备	346	计算机	607
7	医药生物	157	电气设备	599	传媒	331	非银金融	517
8	机械设备	123	医药生物	479	计算机	318	交通运输	444
9	采掘	114	化工	478	公用事业	307	电气设备	439
10	有色金属	102	电子	394	汽车	281	公用事业	412

资料来源：Wind，华安证券研究所

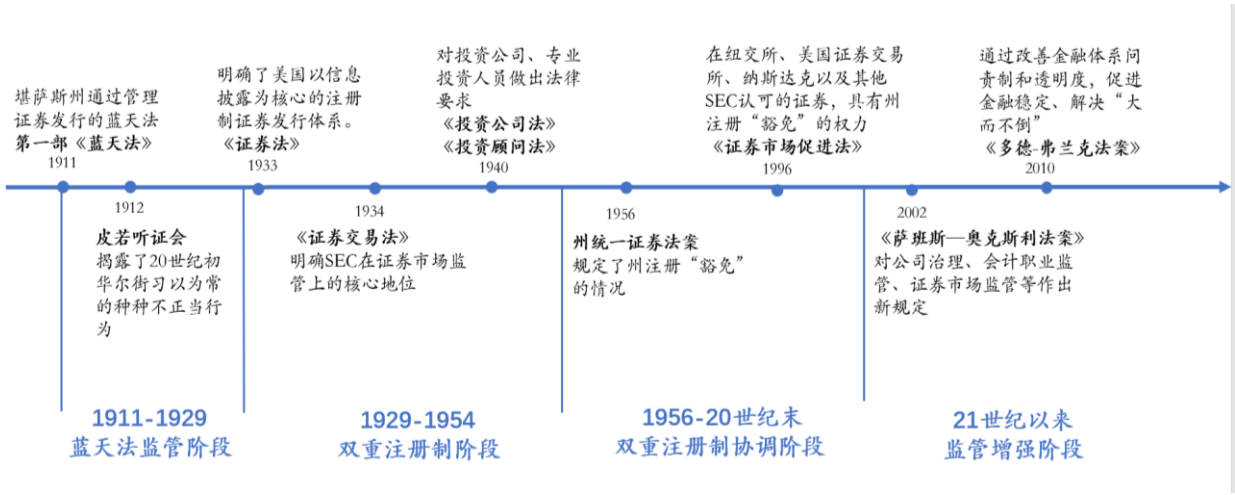
2 海外注册制给予的启示

2.1 美股注册制：从“蓝天法”到 21 世纪的监管增强

2.1.1 美股注册制的演变

美股注册制的演变一共经历了四个阶段。分别是 1911 至 1929 年的“蓝天法监管阶段”，1929 至 1954 年的双重注册制阶段，1956 至 20 世纪末的双重注册制协调阶段，以及 21 世纪以来的监管增强阶段。

图表 7 美股注册制推行演变的四个阶段



资料来源：华安证券研究所整理

1911 至 1929 年“蓝天法监管阶段”：缺乏监管的初始探索。在发展初期，美国的股票市场尽管发展迅速，但由于证券发行属于自发行为，并无政府监管，导致市场操纵和内幕交易情况非常严重。在这样的背景下，1911 年堪萨斯州通过了第一步管理证券发行的综合性法律，用于反欺诈和证券发行及证券商的注册管理。至此以后直到 1933 年，美国除内华达州以外，几乎所有州都建立了自己的“蓝天法”。

1929 至 1956 年“双重注册制阶段”：美国证券发行核心制度确立。蓝天法之后，各州各自为政使得跨州监管面临问题，而美国 1929 年 10 月美国股市的崩盘，则引起了对于市场规范和全国统一监管问题的关注。在罗斯福新政的一体化监管背景下，1933 年《证券法》的出台规范新证券的发行，明确了美国以信息披露为核心的注册制证券发行体系。紧接着，在 1934 年发布的《证券交易法》则明确 SEC 的核心地位，规范了交易秩序和公开发行人持续揭露的义务。而 1940 年颁布的《投资公司法》以及《投资顾问法》，则进一步对各类投资公司和投资专业人员做出法律要求。至此，美国证券发行的核心制度确立，美国进入了联邦和州的“双重注册”阶段。

1956 年至 20 世纪末“双重注册制协调阶段”。双重注册制尽管解决了统一监管的问题，但却带来了联邦和州之间重复审核的问题,使得整个发行程序繁琐以及效率低下。因此，1956 年美国推出了州统一证券法案，规定了州注册“豁免”的情况。1996 年，出台了《证券市场促进法》，进一步确认在纽交所、美国证券交易所、纳斯达克等具有州注册“豁免”的权力，对“蓝天法”进一步限制。除此以外，80~90 年代证券市场法律监管进一步改革。1982 年实行的 415 规则，一次性注册的“货架注册”制度，1987 年开

始允许一部分银行从事证券承销业务。

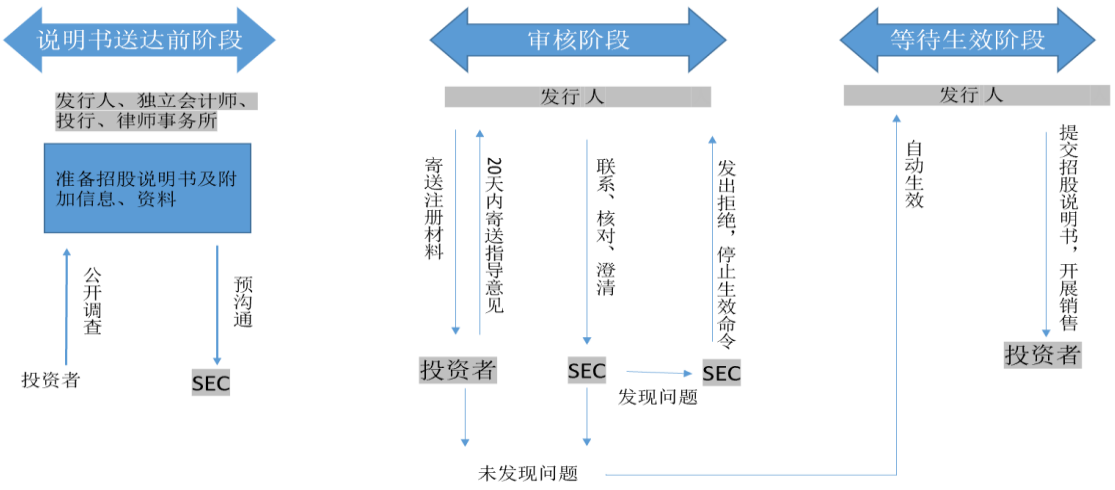
21 世纪以来：会计造假和金融危机催生的监管增强阶段。21 世纪以来，美国进一步加强监管和信息披露，并增强透明度。2002 年在安然事件和世通会计丑闻的背景下，《萨班斯—奥克斯利法案》应运而生，在公司治理、会计职业监管等方面的新规定，表明美国证券监管从披露转向实质性监管的核心转变。2007 年金融危机爆发后，对投资银行的监管缺位被认为是危机爆发并蔓延的原因之一。2010 年《多德-弗兰克法案》颁布，则旨在通过改善金融体系问责制和透明度，解决太大而不倒的问题。

2.1.2 美股注册制的特点

通过梳理美股注册制，一共可以归纳为四个特点：1）以信息披露为中心；2）监管制度的完善保证市场平稳运行；3）包括定价与配售、再融资以及退市等配套制度的完善；4）中介机构归为尽责。

特点 1：以信息披露为中心。从美国注册制审核流程可以看出，美国注册制以信息披露为中心的核心特点。从《证券法》开始对招股说明提出信息披露的要求，到 1934 年《证券交易法》进一步规定公开交易证券发行人在 IPO 后定期公告，再到 21 世纪《萨班斯法案》及《多德弗兰克法案》等法案增强信息披露的真实性和客观性。一方面，从投资者的角度出发，1982 年后 SEC 对发行与上市的信息披露制度进行统一，强调注重风险揭示；另一方面，则通过设置“抢跑”禁令，严控超出披露文件信息对市场的影响。

图表 8 美国注册制审核流程



资料来源：华安证券研究所整理

特点 2:监管制度的完善保证市场平稳运行。美国监管证券的联邦法律主要有五部：包括 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1939 年《信托契约法》、1940 年《投资公司法》和 1940 年《投资顾问法》。除此之外，1970 年《证券投资者保护法 》、1984 年《内幕交易制裁法》和 1988 年《内幕交易和证券欺诈执法法》等确保了证券市场的平稳运行和投资者的合法权益。另外，美国面对市场危机的反应也是非常强力和快速。面对安然丑闻、世通会计丑闻以及次贷危机，美国较快制定《萨班斯法案》及《多德弗兰克法案》。由此可见，多维度的监管制度是保障美国市场平稳运行的基石。

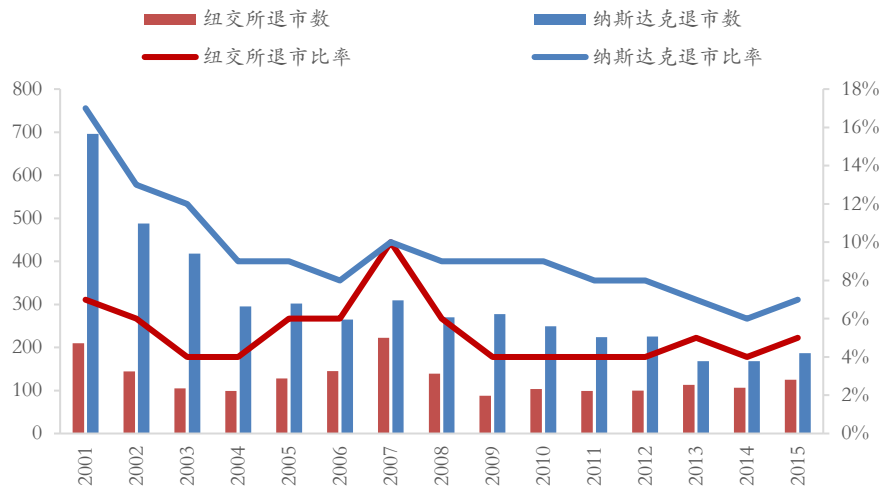
特点 3：配套制度完善。除监管制度外，美股在进行注册制的过程中，还配套制定

了包括定价与配售、再融资以及退市等三个方面的制度。

定价与配售制度：市场化的“询价-自主配售”考验机构定价能力。美国的证券发行定价机制相对灵活，采取的是以市场化的“询价-自主配售”制度为主，同时搭配少量固定价格。累计投标询价制，考验的是机构的定价能力。以 ZOOM 公司为例，上市前最新的一轮融资估值为是 10 亿,但是发行价市值为 90 多亿,远高于最新一轮融资的估值。与此相反，Cloudrea 上市前最新的一轮融资估值为是 41 亿，但是发行价市值为 19 亿，远低于最新一轮融资的估值。因此，对投行机构来说，核心竞争力即投研和定价能力成为关键点；而对 IPO 企业来说，自身的价格发现和价格重估非常重要。

退市制度：注册制搭配健全的退市制度保证资源配置的有效性，退市率稳定。美国 1934 年颁布的《证券交易法》中就规定，SEC 有权在必要和适当的时候，下令否决或取消证券的登记注册。目前，美国各交易所有自主权来决定是否退市，但标准有所不同。以纽交所退市规则为例，它对不同上市途径的公司制定了不同的规则，包括股东结构，市值、收入等标准。从 2001 年以来，纽交所和纳斯达克的退市率从高位略有下降，但近年来整体保持稳定，纳斯达克每年有大约 8%的公司退市，纽交所的退市率大约为 6%。

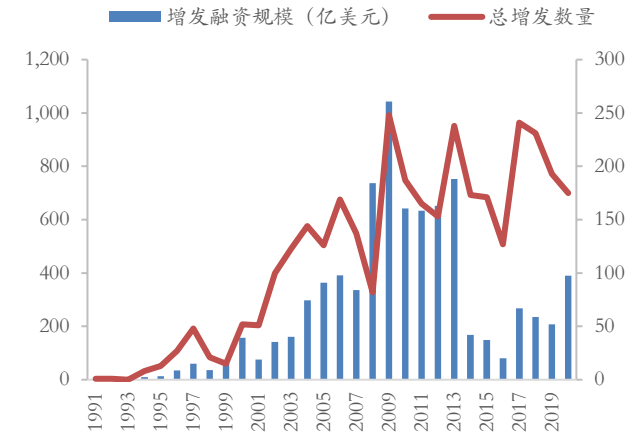
图表 9 2001-2015 美国纽交所、纳斯达克的退市比例稳定



资料来源：Wind，CRSP，华安证券研究所

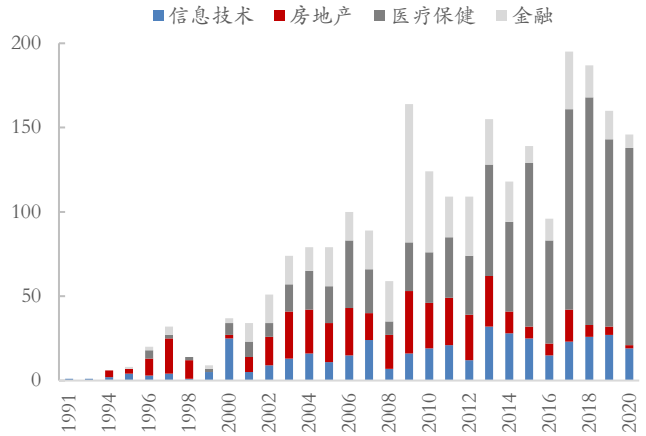
再融资：美国采用储架发行制度，打开了上市公司的快速融资通道。美国再融资采用储架发行制度，上市公司在提交注册文件后，一旦获得美国证监会批准，上市公司可自行决定一次或多次发行、发行数量、发行时间。因此，储架发行制度在降低成本、提高效率和拓展上市公司快速融资渠道等方面发挥重要作用。数据显示，美国增发总规模在 2009 年达到顶峰后，2013 年之后明显下降。同时，信息技术、房地产、医疗保健以及金融行业占了再融资规模的大部分,2015 年以来这几个行业的再融资数量达到 80%以上，融资金额占比也在 70%左右。其中，信息科技再融资规模在 2013 年以后出现比较快速的上升，显示出近些年再融资对 TMT 企业的支撑。

图表 10 美国增发总规模 2013 年后明显下降



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 再融资数量集中在信息技术、房地产、医疗、金融



资料来源：Wind，华安证券研究所

特点 4：中介结构归为尽责，有效降低欺诈行为。在美国证券体制中，发行企业和中介机构需要承担信息披露不真实全面所带来的后果。同时，因监管部门执法力度严格，以及违规成本高昂，使得中介机构对长期利益的关注越来越高，从而有效的控住制风险，降低了欺诈行为的发生率。

2.1.3 美股注册制的启示

启示 1：以安然和世通事件为例，需要加强事后管理，增强发行人内部制度建设。2001 年 11 月 8 日，全球最大的能源、商品和服务公司之一，安然承认自 1997 年以来虚报盈利共计近 6 亿美元；2002 年全美第二大长途电话公司、全球第一大互联网供应商世通，利用会计造价虚构了近 100 亿美元的利润。安然事件和世通会计的丑闻除了是对上市公司的一份警告之外，也表明了事后监管的重要性。因此，《萨班斯法案》的颁布，就是通过加大公司高管和会计人员的法律责任，限定高管行为，来改善公司治理结构和加强公司的内部制度建设。

启示 2：充分发挥中介机构的作用，确保中介机构的专业性和中立性。在美股注册制的发行过程中，具备专业性和中立性的中介机构在实质性审查中起到了关键作用。其中，会计师事务所负责财务信息审核，律所负责申请材料的合规性，券商对投资价值进行判断。对此，我国监管部门应参考美国的经验，给予中介机构更多地自由度。一方面，专业的中介机构能够提高业务质量；另一方面，中介机构的尽责也能一定程度上缓解证券监管部门的压力，缩减成本。当然，在发挥中介作用的同时，也应要加大执法力度，让信誉和名声越来越成为机构的重要关注点。

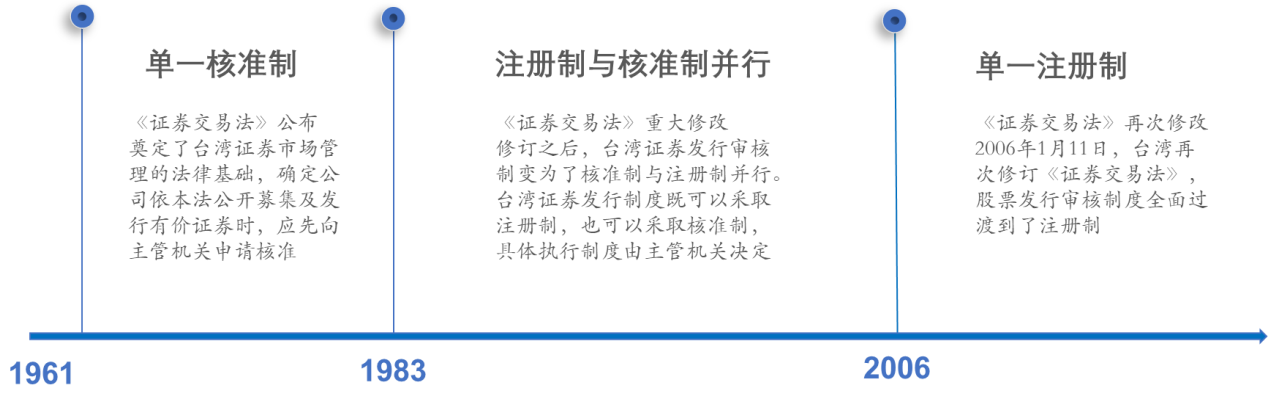
启示 3：完善退市等配套制度，拓宽退市后企业的去向。相比纽交所和纳斯达克 6%和 8%的退市率，中国沪深证券交易所每年的退市数经常是个位数，中国的退市制度并没能起到保持上市公司质量的目的。除此之外，从美股退市规则来看，还分为自愿退市和强制退市两种。需要注意的是，美国主动退市的比例要高于强制退市。之所以有这样的差异，主要原因是在成熟市场企业退市后仍有较多选择。因此，对于监管部门，不仅要注重强制退市制度，简化退市程序，还要拓宽退市后企业的去向。

2.2 台湾地区注册制：注册制改革循序渐进

2.2.1 台湾地区注册制的演变

台湾地区注册制的演变共经历三个阶段：从单一核准制，到核准制和注册制并行，再到单一注册制。台湾地区的注册制演变并不是一撮而就，而是循序渐进。从 1983 年注册制与核准制开始并行，到 2006 年单一注册制的实施，中间共经历近 20 余年的时间。

图表 12 台湾地区注册制的演变：从单一核准制，到并行，再到单一注册制



资料来源：华安证券研究所整理

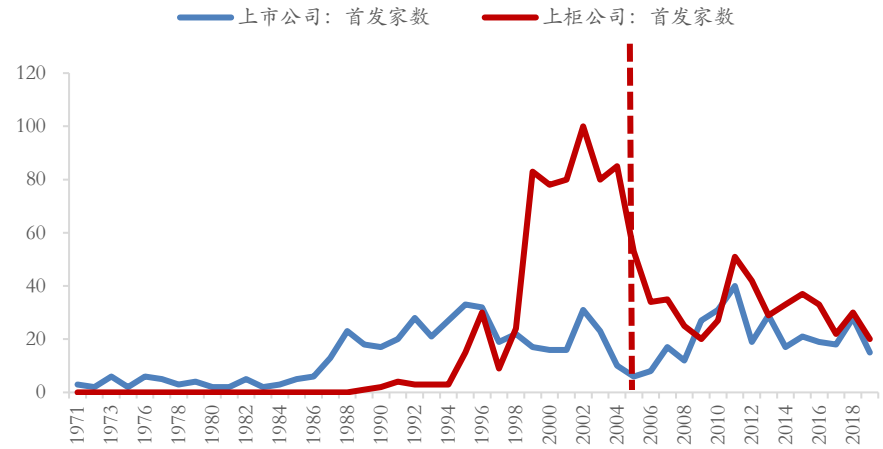
1961 年至 1983 年：单一核准制。自 1961 年台湾地区成立台湾证券交易所开始，台湾证券市场在 60 年代处于起步阶段，面临着制度不健全和市场剧烈波动的问题。尤其是在 1968 年，由于大投机炒家和公司大股东将台湾地区股市完全控制住，导致台湾地区的股市面临常常暴涨暴跌的困境。为解决这种情况，1968 年 4 月台湾地区公布实施了《证券交易法》，至此奠定了台湾证券市场管理的法律基础，同时确定公司在依法公开募集及发行有价证券时，应先向主管机关申请核准的规定。

1983 年至 2006 年：注册制与核准制并行。推动台湾地区向注册制转向，一方面，源自 80 年代初期经济自由化进入视野后，市场期待政府放宽管制，由市场发挥作用；另一方面，“丸亿案”的爆发则引发对于核准制可行性的怀疑。因此，1983 年台湾地区大力修改了《证券交易法》规定，明确增添发行审核注册制，对发行审核程序和有价证券募集进行简化。

台湾地区特有的柜买市场转板制度逐步发展。为给尚未上市的公司开拓股票流通渠道，1988 年台湾柜台买卖服务中心正式成立，并 1994 年改制为证券柜台买卖中心，由其管理的 OTC 市场被称为柜买市场，在 2002 年兴柜市场在证券柜台买卖中心正式成立，分层为上柜和兴柜。2003 年 1 月 1 日起，除了公共事业外，初次申请上市、上柜的股票，都必须先在兴柜股票市场交易满 3 个月后才能转到更高层次的资本市场挂牌。2006 年后，上市（柜）公司在兴柜强制挂牌至少 6 个月。

2006 年至今：单一注册制。2000 年之后，随着台湾地区股票市场越来越成熟，以及各种配套法律体系的逐步完善，单一注册制启动。2006 年台湾地区再次对《证券交易法》进行了修改，指出对于有价证券，除经财政部口核定之其它有价证券、政府债券之外，对其进行发行、募集时，必须要向主管机关申报并生效，代表着台湾地区注册制的正式开启。

图表 13 台湾地区每年上柜上市企业数量



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.1.2 台湾地区注册制的特点

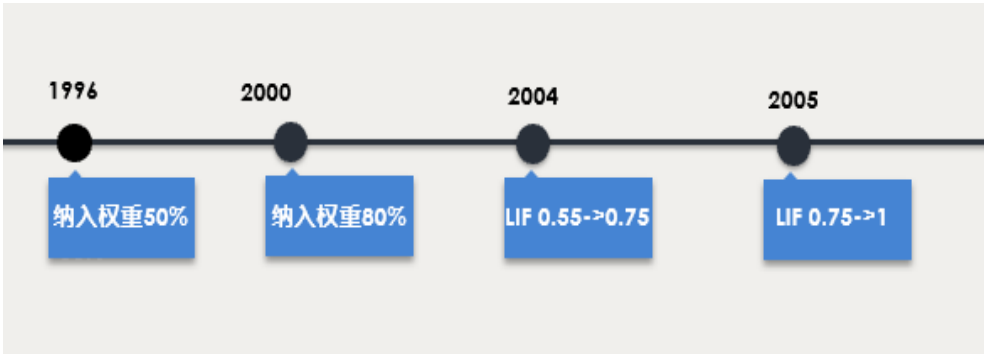
特点 1：证期局发行采取“负面清单”制度，台交所对上市进行实质性审核。台湾地区的新股发行过程中，证期局只对新股发行进行形式审核，其审核采取的是较为典型的“负面清单”制度，明确应予以退回情形。在上市过程中，台交所则进行实质性审核，提出大量实质性标准。这种制度安排，较好地解决了上市和发行两个审核环节可能存在的审核交叉重复和效率问题，同时也很大程度上缓解了证期局因预算、人手不足的限制。

特点 2：再融资分道制审核。一种情况下，根据台湾地区的《证券交易法》，部分再融资发行采取“事后备案制”，也就是只需价款缴纳完成日起 15 日内将发行文件送主管机关备查；另一种情况，则视再融资申请区别对待，采取核准制或申请制。

特点 3：强化发行公司信息披露。在注册制的背景下，台湾地区设立多部规章制度以保证信息披露的执行。比如明确 “简明披露”规则，强调对最新内容之披露，提出公开发行公司公开财务预测信息处理准则等等。

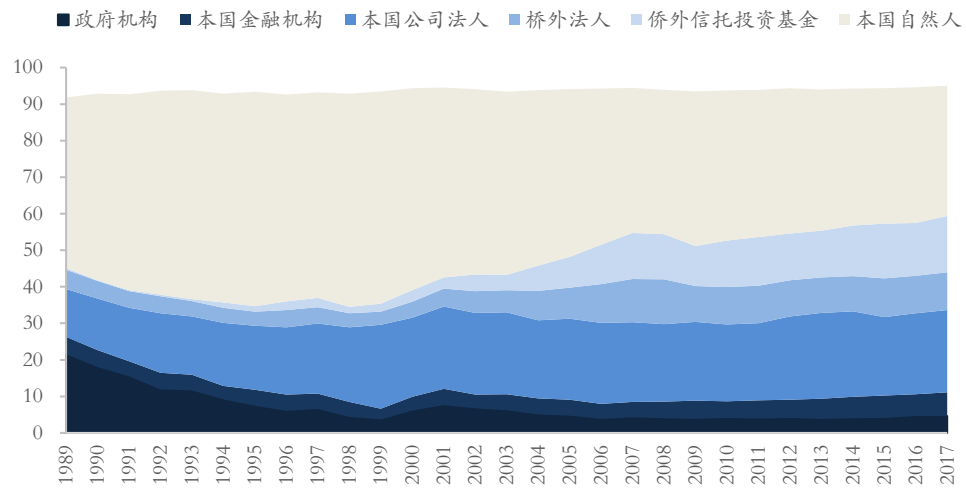
特点 4：注册制改革与对外开放进程一致。如果对比台湾地区注册制改革与台湾地区对外开放，可以发现两者的进程几乎一致，尤其是纳入 MSCI 的时间表与最终单一注册制时间几乎重合。从 MSCI 进程看，自 1996 年台湾地区首次被纳入 MSCI 以来，到 2005 年 LIF 从 0.75 提升至 1，可以看到在外资的进入下，台湾地区市场的散户比例不断下降，投资者结构得到优化。截至 2017 年，个人交易者在台湾地区股市占比仅为 36%，相较 1996 年下降了 20%。因此，我们可以认为注册制的改革是和对外开放进程一致。

图表 14 台湾地区加入 MSCI 进程与注册制改革进程几乎一致



资料来源：华安证券研究所整理

图表 15 台湾地区现货投资者结构比例：个人投资者占比不断下降



资料来源：台湾证券交易所，华安证券研究所

2.1.3 台湾地区注册制的启示

启示 1：注册制渐进式改革是可行的。在台湾地区注册制改革过程中，可以看出过程是逐渐摸索中前进的。自 1983 年引入注册制到最终演化到单一注册制，共历时 23 年之久。因此，以此作为借鉴，我国当前注册制分三步走的进程，也是采取渐进而温和的方式，分阶段逐步向全面注册制过渡。

启示 2：推动多元化上市，拓宽融资渠道。台湾地区 1998 年正式开通的柜买市场，其转柜的规则与中国新三板精选层比较接近，两者都属于同一交易所从低层次转向高层次，并明确在低层次挂牌一定时间，且都需要公开发行。因此，我国可借鉴其转柜制度，进一步完善转板制度，推动多元化上市，打开多种融资渠道。

启示 3：外资进入配合注册制改革。从台湾地区市场注册制的发展来看，与对外开放进度一致这一点与中国市场当前的阶段也基本一致。中国近年来对外开放的进程不断加快，通过引进外资，推动投资者结构优化，为注册制的全面改革进行铺垫。

2.3 印度注册制：注册制与对外开放步调一致

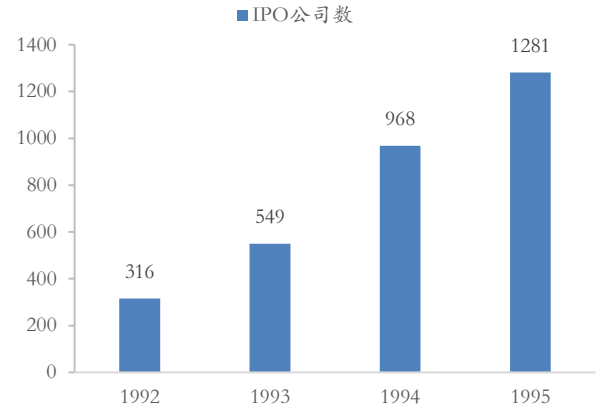
2.3.1 印度注册制的演变

印度注册制的发展，一共经历两个阶段。分别是 1992 年之前的全面管制阶段，和 1992 年之后至今，伴随注册制启动，印度也同时开启国际化进程。

1992 年之前：全面管制阶段。在 1992 年之前，印度政府对于 IPO 几乎进行了全方位的管制。依据 1947 年《资本发行控制法案》,政府对于新发行股票的价格、数量和时间设定了各种管制，并且对于企业强迫实行产业特定的债权股权融资比率，使企业难以自行选择资本结构。这种严格的管制使企业通过发行股票来募集资金积极性被严重打压。更为重要的是 这种新发行股票的行政定价完全缺乏投资者所需的信息。

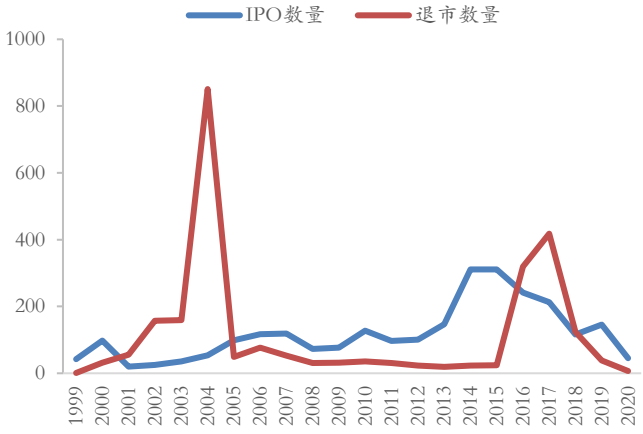
1992 年后：注册制启动，同时开启国际化进程。1991 年 IMF 在印度因国内政局不稳，同时叠加石油价格上涨产生严重的经济危机向其求助后，提出放松管制的要求。因此，在 1992 年 6 月，印度证券交易委员会颁布《投资者保护与信息披露指引》，建立了以注册制为基础的自由融资体制，发行制度从 “选优为本”（merit based）转变为“披露为本”（disclosure based）。至此，信息公开制取代实质审查的监管制度，新股价格控制也被取消。从数据上来看，自注册制启动后，印度的 IPO 数量从 1992 年 316 家猛增至 1995 年的 1281 家。紧接着，在 1992 年 9 月 印度放松了对外国投资者投资国内证券市场的严格限制,大量的外国机构投资者进入印度,开启了国际化进程。

图表 16 印度注册制实行后 IPO 数量猛增



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 17 印度孟买交易所上市退市数量



资料来源：孟买交易所、华安证券研究所

2.3.2 印度注册制的特点

特点 1：注重机构投资者建设。根据印度新股发行制度， 向机构倾斜的特点显著。一种机制是发行额度中至少有 75%是配售给合格机构投资者（QIB）；另一种则是金融机构和指定的商业银行认购 15%以上，评估机构认购 10%以上，合格机构投资者（QIB）分配 10%以上。受新股注重机构投资者的影响，印度逐步发展为以机构主导的投资者结构，目前印度股市个人投资者比重仅为 25%。

特点 2：注册制改革配套交易机制的改进。印度在注册制的改革过程中，还将 T+0，大宗交易、融券、做市商等机制作为系统通盘考虑。自 2001 年印度实行 T+0 制度之后，印度同期还逐步健全了大宗交易、做市场等配套制度。

特点 3：注重投资者保护。在注册制实施的同年，印度的《证券交易委员会法案》就规定证交会的首要综指就是“保护投资者利益”。除此以外，印度还设立投资者保护基金和设立专门的举报网站 SCORES。由此可见，印度在注册制实施的过程中也注重投资者保护。

2.3.3 印度注册制的启示

启示 1：新股发行向机构进一步倾斜。从印度的注册制注重机构投资者建设来看，全球的市场在注册制施行后，都经历了向机构化转变的过程。从 2019 年科创板和 2020 年创业板注册制改革来看，我国注册制的新股发行中，相较主板也不断向机构倾斜。不过，对比印度新股发行的倾斜力度，我国仍有进一步倾斜的空间。

启示 2：注册制与对外开放进程发展步调一致。从台湾地区注册制和纳入 MSCI 进程一致，以及印度几乎同时开展注册制和对外开放来看，注册制的改革与对外开放的步调几乎都是一致的。一方面，为加深对外开放程度吸引外资，向成熟市场的机制靠拢是前提条件之一；另一方面，包括注册制的改革在内也是加强本土资本市场竞争力的必要条件之一。

3 A 股注册制的意义：强调市场自主调节和定价

3.1 A 股 IPO 制度变化：从审批制，到核准制，再到注册制的逐步过渡

发行体制改革是资本市场改革的重要一环。从 IPO 制度演进来看，A 股注册制改革循序渐进，与台湾的注册制的演变进程类似。自 1990 年 12 月上交所成立以来，A 股的 IPO 制度从审批制到核准制，再到最新的创业板注册制改革，A 股进入注册制的大时代。整理 A 股的 IPO 变化，可以看到在制度和定价机制两方面有着不断的演进。

1990 至 2001 年审批制：发展初期的行政特征阶段。在 A 股市场发展初期，IPO 实行对额度和指标等进行限定的审批制，带有强烈的行政风格特征。尤其在 1992 年证监会成立以前，A 股上市公司均由人民银行进行审批，每年上市公司个数极少。至到 1992 年证监会成立以后，采用了两级审批的发行额度计划管理。在 1995 年到 2000 年，尽管过渡为指标管理，但仍限定发行额度和家数。由于在此期间均以行政审批为主，因此整体责任相对简单，对于信息披露也没有严格要求。

2001 年至 2019 年核准制：取消额度管理，信息披露增强。进入 2000 年以后，随着取消了额度和指标管理的限制，A 股 IPO 过渡到核准制。在 2001 至 2004 年的通道制阶段中，一方面，尽管取消了审批，但是仍然规定主承销商的通道数量；另一方面，则强制了信息披露制度，各主体的责任开始明显。从 2004 年至今，IPO 开始实行保荐人制度，即保荐人对上市公司进行辅导并提送证监会申报，信息披露在这一阶段得到进一步强化。

IPO 的定价机制，经历了固定→放开→再限制→并过渡至询价的不同阶段。梳理 A 股 IPO 的定价机制，从 1993 年到 1995 年采取 13-16 倍相对固定的市盈率，到 1996 到 2000 年放宽了市盈率、取消上限，再到 2001 至 2004 年市盈率不超过 20 倍，直至 2015 年开始对于新股发行市盈率不得超过 23 倍的规定。可以看到，定价机制相较于发行制度变化更为频繁。一方面，反映了随着市场发展，监管机构的不断尝试；另一方面，也反应出在市场相对不成熟的阶段，也容易出现一些问题。由此可见，IPO 制度的变化除了监管的到位外，市场的成长也不可或缺。

可以看到，过去我们的 IPO 制度，无论是制度还是定价都带有一定的行政色带，但是随着科创板和创业板注册制的改革，未来的 IPO 制度将进一步向市场化深入。

图表 18 A 股 IPO 制度变化：从审批制到核准制，再到注册制

时间	IPO 制度变化		IPO 制度特点	IPO 定价机制
1990-1992	审批制 1990 年 -2001 年 3 月	人民银行审批制	• 1992 年证监会成立前，由人民银行进行审批	
1993-1995		额度管理	• 发行额度实行计划管理，两级审批制 • 信息披露仅作为政府机构审查，法律责任制度较简单，行政责任为主	相对固定市盈率 市盈率一般都限制在 13-16 倍以内
1996-2000		指标管理	• 指标管理，限定发行额度和家数 • 强调上市公司的持续信息公开	放宽市盈率 取消上限，走向市场化，引入

				法人配售
2001-2004	核准制	通道制	• 取消额度控制、两级审批 • 规定主承销商通道数量 • 强制信息披露 • 各主体责任渐趋明显	**公司和承销机构共同协商，证监会核准** 规定发行市盈率不超过 20 倍，市值配售开启
2004-2009		保荐人制	• 保荐人进行辅导，提送证监会申报 • 信息披露进一步增强 • 保荐人/机构责任增加	2006-2009 引进累积投标询价制建立网下询价与网上申购
2009-2015				2009-2015：取消新股发行市盈率窗口指导；新股三高现象
2015-2019				2015-2019：新股发行市盈率不得超过 23 倍市盈率
2019-2020	**注册制** **2019 年 7 月科创板** **2020 年 8 月创业板**		• 证券监管机构只审查申报文件是否符合信息披露制度，形式审查，不做实质判断 • 强化信息披露 • 多重上市标准，退市制度严格 • 责任范围进一步扩大	**科创板注册制：**向网下投资者询价；回拨机制，绿鞋机制 **创业板注册制：**直接定价、询价；回拨机制，绿鞋机制

资料来源：华安证券研究所整理

3.2 A 股注册制的意义：促进市场主体活力

2020 年 4 月 27 日，随着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》，标志着代表存量市场之一的创业板注册制改革的落地。随着 2020 年 8 月 24 日创业板注册制首批 18 家企业上市，目前 A 股市场上已经有科创板和创业板实行注册制度。

3.2.1 首发向机构倾斜，投资者结构将优化

注册制首次公开发行向机构倾斜。从首发配售规定来看，注册制在四个方面显示向机构倾斜的特点。（1）网下打新：相比于主板网下发行比例，科创板和创业板网下发行比例增加 10%。同时更注重向中长线机构倾斜，科创板和创业板明确规定优先向公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金进行配售，加大中长线机构的中签率。（2）回拨比例大幅下降：尤其是科创板，这将进一步降低网上发行的中签率。（3）战略配售进一步放开，取消主板首发数量在 4 亿股以上的限制。（4）科创板和创业板均设定投资者准入门槛，注重风险匹配。科创板日均 50 万、创业板日均 10 万的资产要求，显示出较主板更严格的投资者准入门槛。

注册制网下中签率提高，投资结构进一步优化。根据统计的中签率数据显示，科创板和创业板的网下申购中签率明显高于主板，是主板的 3 倍左右。而实行注册制后的创业板目前平均网上申购中签率只有 0.0177%。因此，在向机构倾斜的注册制下，非机构

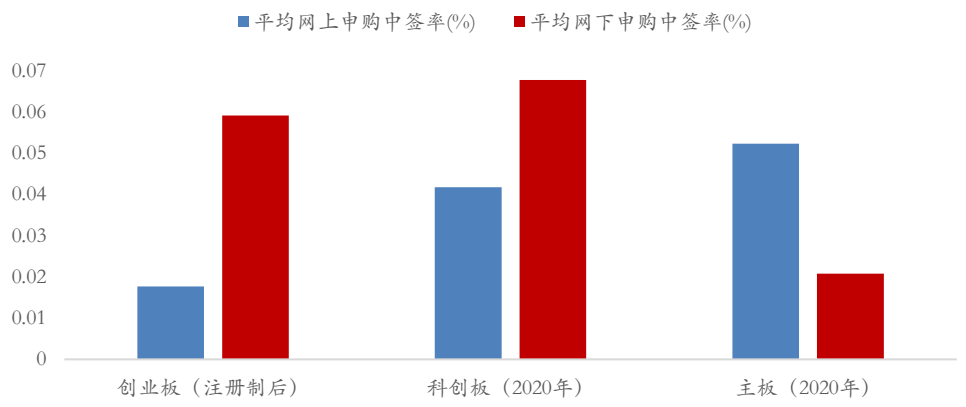
投资者对于创业板投资难度将会有所加大，投资者结构也将更趋向机构为主。实际上，从海外市场的表现来看，随着注册制向机构倾斜，有助于减少市场不理性波动，引导市场良性发展。

图表 19 首次公开发行配售对比：注册制配售向机构倾斜

		创业板（注册制）	科创板	主板
网下发行比例	总股本≤4 亿股	不低于 70%	不低于 70%	不低于 60%
	总股本>4 亿股或尚未盈利	不低于 80%	不低于 80%	不低于 70%
	向公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金配售比例	不低于网下发行数量的 70%	不低于网下发行数量的 50%	不低于网下发行数量的 40%
回拨机制	50 倍<网上投资者有效申购倍数≤100 倍	回拨比例 10%	回拨比例 5%	回拨比例 20%
	有效申购倍数>100 倍	回拨比例 20%	回拨比例 10%	回拨比例 40%;
战略配售	发行股票数量>4 亿股	/	战略投资者应不超过 30 名；	可以向战略投资者配售
	发行股票数量>1 亿股	战略投资者应不超过 35 名；配售证券总量不超过公开发行证券数量的 30%；	战略投资者应不超过 20 名	不可
	发行股票数量<1 亿股	战略投资者应不超过 10 名；配售证券总量不超过公开发行证券数量的 20%	战略投资者应不超过 10 名	不可
个人投资者准入门槛		前 20 个交易日日均资产≥10 万元，且具备 24 个月的 A 股交易经验	前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均≥50 万元；参与证券交易满 24 个月	无

资料来源：华安证券研究所整理

图表 20 中签率对比：注册制下网下申购中签率增加明显



资料来源：Wind，华安证券研究所

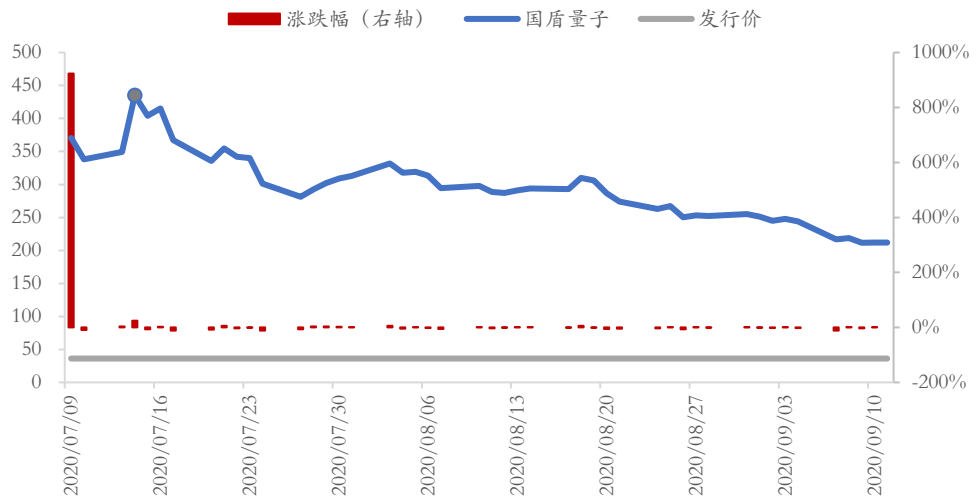
注：主板去除京沪高铁数据

3.2.2 交易制度：注重市场价格发现功能

注册制交易机制的设计，更注重市场的价格发现功能和定价效率问题。(i) 涨跌幅：创业板和科创板上市前 5 天不设涨跌停板，拥有 20%的涨跌停板制度，相比主板进一步放开。(ii) 纳入两融标的：主板在上市三个月后才纳入两融标的，注册制下的科创板和创业板首日即可。(iii) 绿鞋机制：科创板和创业板进一步放开超额配售选择权，无主板首发在 4 亿股以上的限制。

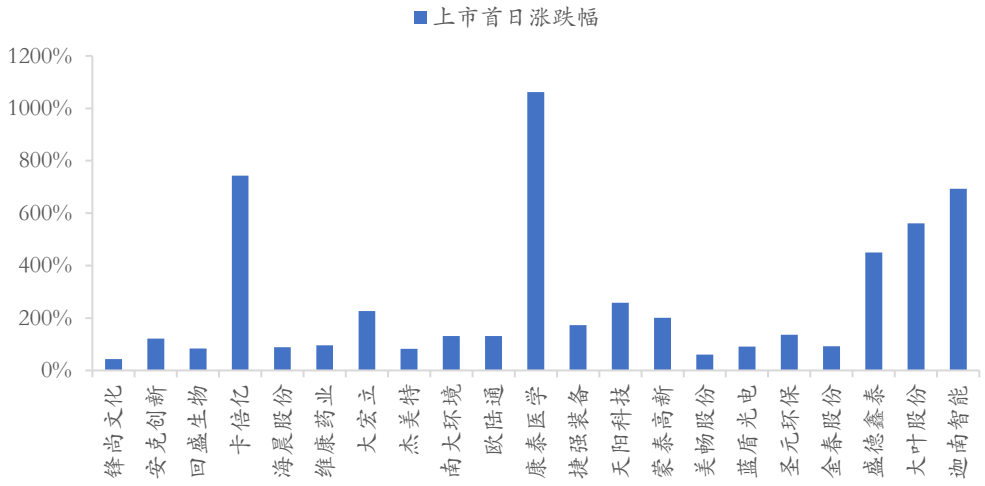
涨跌停限制放开，价格充分反映市场公允价值。不同于主板发行价 23 倍市盈率以及 10%的涨跌停限制，导致新股价格与市场公允价格出现倒挂，从而出现接连涨停板和对新股的惯性炒作现象。随着注册制的推出，科创板和创业板的新股价格更多在首日一步到位，新股炒作现象有明显缓解。我们以国盾量子为例，在上市首日收盘价较发行价格 36.18 元暴涨 10 倍，之后尽管股价回落，但仍是发行价格的近 6 倍，表明在上市初期已经充分反映市场公允价格。创业板方面，自注册制实施以来，已经上市的 21 家个股在上市首日的平均涨跌幅达到 260%，最高涨幅也近 10 倍。

图表 21 国盾量子：上市首日暴涨 10 倍



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 22 创业板注册制后发行股票：上市首日涨跌幅范围 43%到 1000%



资料来源：Wind，华安证券研究所

交易制度改革促进价值投资阶段形成。A 股市场的中小投资者长期具有“四炒”特征，即炒新、炒小、炒差、炒短。但随着注册制交易制度的改革，对于缺乏基本面支撑的题材股，炒作风险或将加大。同时，涨跌幅限制放宽后，尽管市场波动将会被放大，但同时也会给予多空双方充分的博弈。尤其叠加上市后就被纳入两融标的的规则，使得公司的定价将更趋于其本身价值。在此种情况下，价值投资将成为主流。

图表 23 交易制度对比

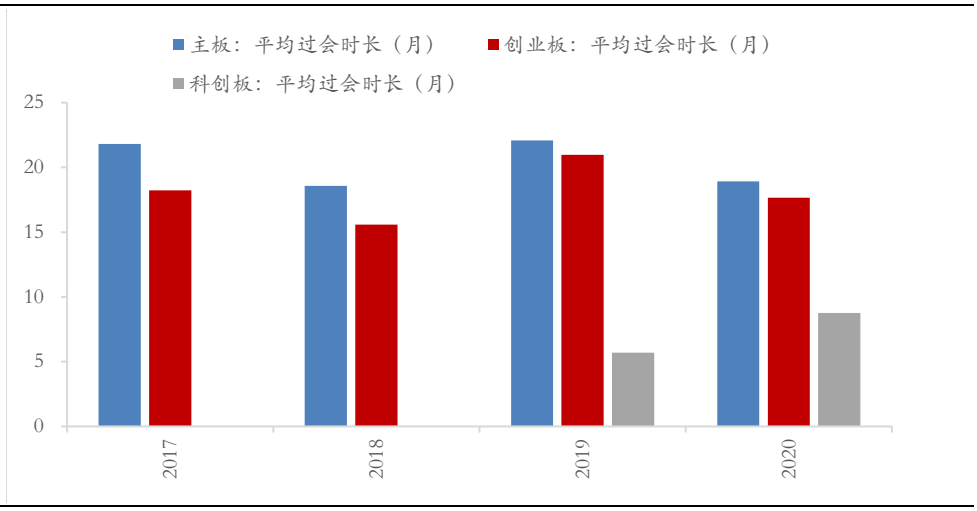
	创业板（注册制）	科创板	主板
涨跌幅	首发上市 5 日不设涨跌，涨跌幅 20%	首发上市 5 日不设涨跌，涨跌幅 20%	首发上市 1 日不设涨跌，涨跌幅 10%
是否纳入两融标的	上市首日	上市首日	在交易所上市超过 3 个月
绿鞋机制	采用超额配售选择权发行股票数量≤首次公开发行股票数量的 15%	采用超额配售选择权发行股票数量≤首次公开发行股票数量的 15%	首发在 4 亿股以上的，可以采用超额配售权

资料来源：华安证券研究所整理

3.2.3 新股上市节奏加快，壳资源不再紧缺

新股上市审核简化，时间明显缩短。在核准制制度下，公司从申请 IPO 到上市交易的时间一般远高于一年的时间，同时还会受到 IPO“关闸”等政策的影响而进一步拉长。我们对比了 2017 年到 2020 年，主板、创业板和科创板新股从 IPO 申报预披露到正式上市的平均时长，可以看到主板所需时间通常在 20 个月以上，而科创板在 2019 年上市平均时长仅 6 个月。可以看到，根据注册制的规定，证监会对于新股的上市审核进一步简化，将加快上市的节奏和效率。

图表 24 实行注册制的科创板：新股审核时间明显缩短



资料来源：Wind，华安证券研究所

科创板过会率高，上市数量明显高于其他仍采取核准制的板块。自科创板 2019 年 7 月份正式启动至 2020 年 9 月 10 日，173 家公司已成功上市，而同期主板仅不足 80 家公司成功上市。除此之外，根据 wind 数据统计，科创板 2019 年至今的过会率达到 94%，而主板在 2018 年以及 2019 年的过会率是 62.22%和 91.38%，显示出注册制和核准制在过会率上的显著差异。

注册制使壳资源价值缩减，壳资源短缺改善。在过去的 A 股市场，由于受 IPO 核准制较为严格的发行制度影响，我们可以看到无论是审核时间还是过会率的效率都相对较低，造成相当一部分企业期望通过并购重组实现更短时间上市的目的。在这样的背景下，壳资源拥有了炒作的价值。但是，随着注册制的实施，上市时长和过会率都会有明显的改善，IPO 通道将会进一步通畅，历史带来的壳资源稀缺性和价值性将会大幅降低。

图表 25 过会率比较

	科创板（开市至 2020 年 8 月）	主板（2019 年）	创业板（2019 年）	中小板（2019 年）	主板（2018 年）
审核家数	224	58	72	31	90
审核通过	211	53	57	28	56
未通过	3	2	12	2	26
暂缓表决	6	1	0	0	5
取消审核	4	2	3	1	3
过会率	94.20%	91.38%	79.17%	90.32%	62.22%

资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2.4 退市机制，加剧市场结构分化

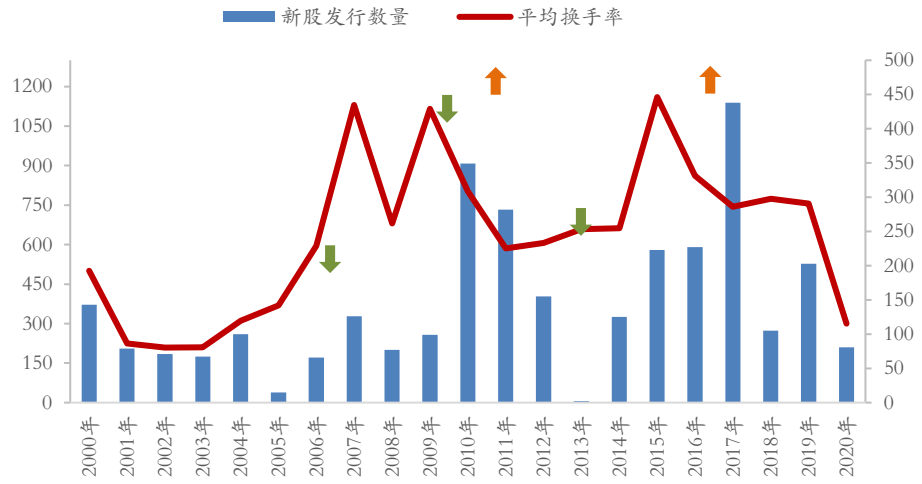
注册制下退市制度愈加严厉，退市效率增加。科创板和创业板设置了四大类强制退市通道：重大违法强制退市、交易类强制退市、财务类强制退市以及规范类强制退市。

一方面，多种退市指标的设置，加大对于问题企业的出清力度，解决退市效率的问题；另一方面，注册制废除了主板中“暂停上市”、“恢复上市”、“重新上市”等条款，对退市公司直接终止上市，退市流程的简化则解决了退市周期较长的问题。由此可以看到，通过提高退市效率和缩短退市时间，注册制下的退市制度将能有效发挥应有的淘汰机制。

严格退市制度的执行，将加剧市场结构分化。严格的退市制度下，能够通过敦促公司专注公司发展之路，从而促进优胜略汰，带来公司间的差异。同时，从过去 IPO 核准制下的小市值股票爆炒来看，其中一个重要的原因也是由于退市制度的不严格，以及壳资源紧俏带来的炒作。尤其过去小市值股票的换手率高涨之年往往对应新股发行数量的洼地来看，壳资源炒作是其中的重要原因之一。但这一现象自 2019 年科创板的开市后已经有所淡化，这在一定程度上说明，注册制施行后的退市机制使得保壳难度增大，小市值因炒作壳资源而获得超额收益的空间将被逐步挤出。因此长期来看，随着资本市场发展完善 IPO 发行也将逐步回溯本源，未来好公司和差公司之间的差距将会愈加明显，市场仍将趋向“二八分化”的特征。

对比 2014-2015 牛市，2020 年小市值股票表现不再跑赢大盘。在 2014 至 2015 年 6 月的牛市期间，我们注意到市值小于 20 亿的股票平均净值，显著跑赢大盘；而在当前，市值小于 20 亿的股票平均净值则明显跑输大盘表现。这表明随着市场制度的成熟和投资者的理性，A 股炒小炒差的环境不断减弱，市场结构性分化未来将更明显。

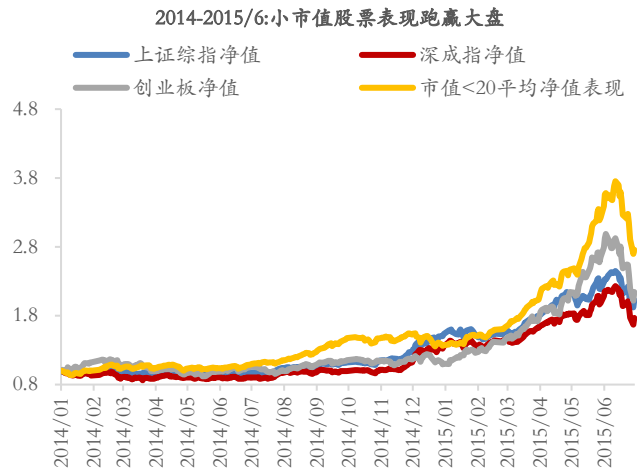
图表 26 2000-2020 年新股发行数量和小市值股票的年均换手率呈负相关趋势



资料来源：Wind，华安证券研究所

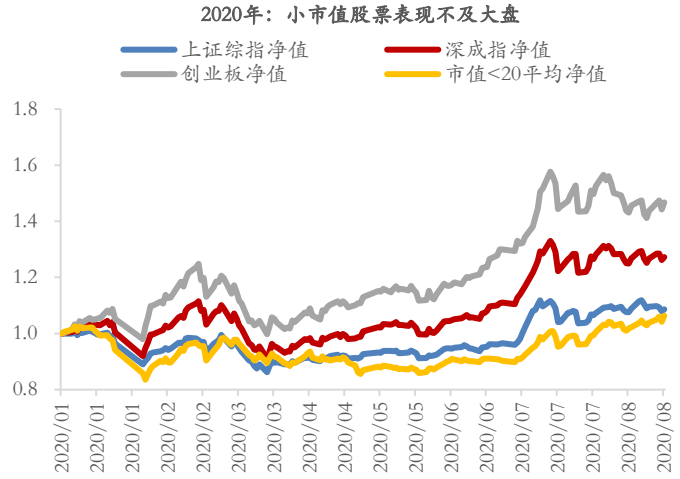
注：绿色箭头表示 IPO 关闸；红色箭头表示 IPO 开闸

图表 27 2014-2015 年 6 月：小市值股票跑赢大盘



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 28 2020 年 1 月-8 月：小市值股票表现不及大盘



资料来源：Wind、华安证券研究所

3.3 A 股注册制的意义：重构估值体系

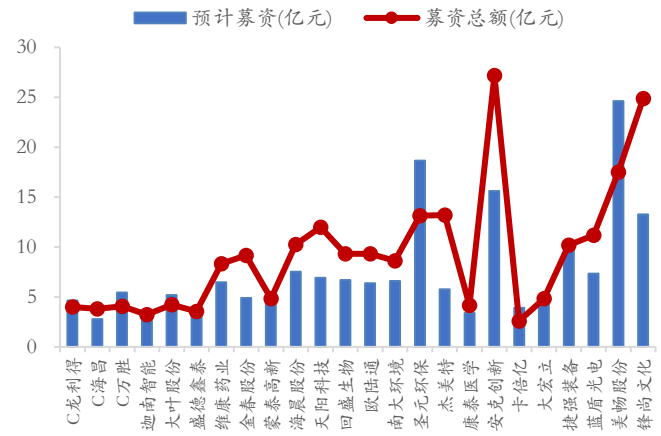
注册制考验核心定价能力。A 股 IPO 制度向注册制度变化，一方面，在当前反映了市场发展的潮流和必然走向；另一方面，最重要的意义则是考验参与主体对于上市公司全生命周期的定价能力。包括从 IPO 阶段的定价，到上市后的交易，再到最后的退市，都将考验所有参与者对于资产核心价值和估值的定价。

3.3.1 考验 IPO 阶段的定价能力

打破 23 倍市盈率，给予市场自主定价的空间。在注册制的实行过程中，由于 IPO 的定价机制从之前的新股发行市盈率不得超过 23 倍市盈率，到科创板和创业板采取全面市场化的定价机制，将考验上市公司、投资银行、投资者三者的核心定价能力。其中，对于上市公司，将考验其对自身价值的认知。以小米为例，在 2018 年上市前市场传闻的最高估值曾经达到 1000 亿美元，之后 IPO 定价区间在 600-800 亿美元，再到最终 IPO 市值 550 亿美元，可以看到小米 IPO 定价过程中，充分包含了市场给予公司的充分定价，以及考虑到自身 IPO 效率，上市公司对于自身的重新估值。

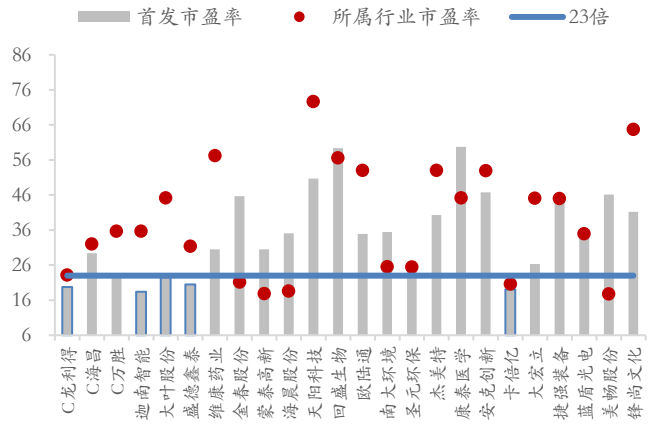
创业板注册制 IPO 市盈率出现分化，市场给予不同公司、行业不同定价。从市盈率来看，截止目前已经上市的 24 家创业板注册制企业中，最高首发市盈率达到近 60 倍，但也有 5 家的首发市盈率低于 23 倍市盈率，占比达到 20%。如果和所属行业市盈率进行对比，则有多达 16 家低于行业市盈率。除此以外，从募集资金总额来看，也有 6 家的募资资金不及预期。一方面，这显示出 IPO 市盈率的分化特征；另一方面，则说明注册制中 IPO 的发行定价是其中的关键，市场给予不同行业、不同公司不同的定价。

图表 29 创业板注册制上市股票：6 家募集总额不及预计



资料来源：Wind、华安证券研究所

图表 30 创业板注册制上市股票：部分 IPO PE 低于 23 倍



资料来源：Wind、华安证券研究所

新兴科技企业如何估值成为课题。注册制率先在科创板和创业板实施，总体以高新技术产业为主；而不同于传统企业，如何对新兴科技企业估值成为课题。1）一方面，三年盈利要求限制放宽后，众多还处于成长期，业务还未成熟的公司上市。但由于部分企业还未盈利，并无法用传统的方法进行估值，此时，对于公司业务内核和行业发展模式的深刻理解就至关重要。2）另一方面，创业板和科创板的市场定位，都是成长型的创新创业企业。这种类型的企业，很多在 A 股市场上还尚未有对标企业，或者业务构成复杂，无法用单一的方法简单估值。我们以 2020 年胡润全球独角兽企业排名前 30 名的中国企业为例，可以看到包括即将登陆 A 股的蚂蚁集团，社交媒体字节跳动，金融科技类型的陆金所，都是新兴类企业。

图表 31 2020 年胡润全球独角兽榜单位列 30 名内的中国企业

排名	企业名称	价值（亿元人民币）	城市	行业	成立年份	掌门人/创始人
1	蚂蚁集团	10000	杭州	金融科技	2014	井贤栋
2	字节跳动	5600	北京	社交媒体	2012	张一鸣
3	滴滴出行	3700	北京	共享经济	2012	程维、张博、吴睿
4	陆金所	2700	上海	金融科技	2011	计葵生
8	快手	1950	北京	社交媒体	2011	程一笑、宿华
9	菜鸟网络	1900	杭州	物流	2013	童文红
11	微众银行	1500	深圳	金融科技	2014	顾敏
12	京东数科	1300	北京	数字科技	2013	陈生强
14	贝壳	1000	北京	软件服务	2018	左晖、单一刚
14	大疆	1000	深圳	机器人	2006	汪滔
17	京东物流	900	北京	物流	2007	王振辉
26	车好多	600	北京	电子商务	2011	杨浩涌、张小沛、祝孝平、白如冰、王晓宇
26	平安医保科技	600	上海	健康科技	2016	高菁

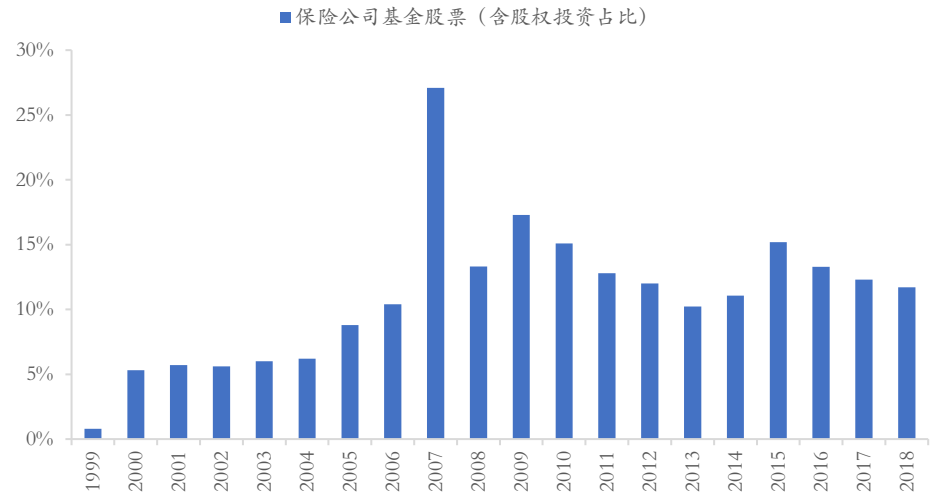
资料来源：华安证券研究所整理

3.3.2 交易阶段的价格重估

注册制交易阶段，价格面临重估。除了 IPO 阶段的定价之外，一旦企业上市之后，随着市场上更多投资者参与之后，在不断的交易过程中，上市公司将面临价格的重估。一方面，创业板涨跌停板上市前 5 个交易日放开涨跌停，将带来价格的一次性到位。另一方面，相对于散户更易受情绪化推动，带来价格的偏离和大幅波动，随着注册制的推进，更具专业性以及持仓周期更长的机构投资者占比的抬升，将能带来对股价更合理的评估。

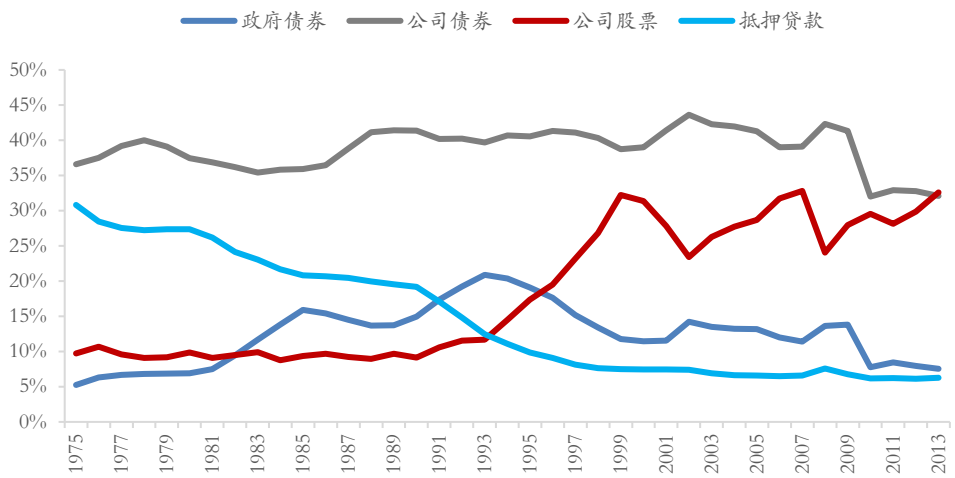
中长线资金配置股票的占比会进一步加大。我们以保险为例，可以看到境内保险公司投资基金和股票的比例稳定在 12%，相比 2000 年 5%的投资比例已有大幅抬升，未来这一比例仍有提升的空间。横向对比来看，我们以全球保险业第一大国的美国为例，其资产配置除了呈现多样性的特点外（包括债券、股票、房地产、衍生品），股票方面的配置在近 30 年上升至 20%-30%的比例。由此来看，中国保险业在股票端的配置将有近 20%的提升空间。随着这部分资金逐步进入，也对估值生态产生重大影响。

图表 32 境内保险公司投资基金和股票比例稳定在 12%附近



资料来源：Wind，保险业协会，华安证券研究所

图表 33 美国保险业资产配置占比：股票配置 20%-30%



资料来源：Wind，华安证券研究所

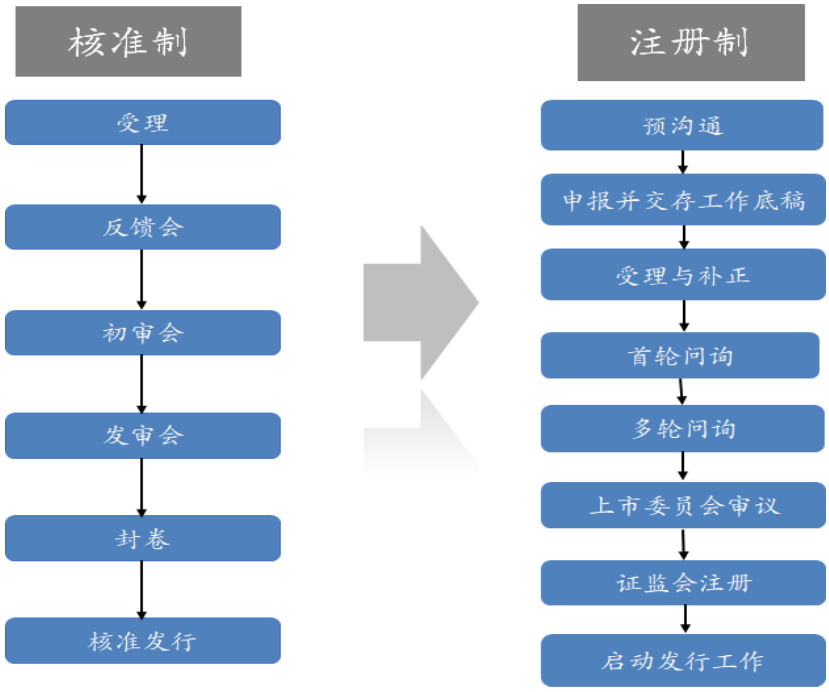
4 上市公司如何借力

4.1 提升融资效率

4.1.1 缩短上市等待时间

注册制大幅缩短上市审核时间大。纵向对比来看，我们已经提到受益于注册制流程的简化，科创板的上市平均时长远低于实行核准制的主板。**若和美国进行横向对比，同样显示出注册制的高审核效率。**企业在美国申请首发上市，具有审核效率高和预期性的两个特点。以科技巨头公司 Facebook 为例，从递交注册申请到在纳斯达克上市，用时仅三个半月。阿里巴巴于 2014 年 9 月在纽交所挂牌上市，创下世界最大融资金额，IPO 用时也仅四个半月，可见美国注册制下发行效率之高。

图表 34 注册制流程 VS 核准制流程



资料来源：华安证券研究所整理

4.1.2 企业融资成本降低

企业通过银行贷款融资，面临较高的财务成本和负债率的双重问题。一直以来，以银行为代表的间接融资是我国社会融资结构中最主要的方式，占比一直在 60%以上。通过银行融资，一方面，面临着还本付息的压力，尤其在长期利率上行的过程中，企业面临较高的财务成本；另一方面，则面临着企业负债率较高的问题。

银行贷款还面临周期长、门槛高的问题。通过银行贷款融资，企业还将面临审核周期较长，以及承担较长的时间成本的问题。此外，由于银行对于不良贷款率的担忧，通常规模较大且有股东背书的企业较易获得贷款，而一些亟需资金的初创型小公司则又很难通过银行贷款获得融资，造成资源的一部分错配。因此，随着注册制的推出，将极大

改善中小企业，尤其是新兴产业的中小企业的融资难题。

注册制的推出为企业的融资提供了一个方便快速又低成本、低风险的融资平台。通过上市这种股权融资方式，能够同时解决财务和债务的双重压力。而注册制的实施，通过降低上市时间和障碍，为企业提供一个快速融资的通道，给予企业长期发展的支持。

图表 35 全国样本企业的融资成本变化情况（单位：%）

年份	银行短期贷款（%）	银行长期贷款（%）	债券发行利率（%）	民间借贷利率（%）	融资担保费率（%）
2016	5.929	5.825	5.222	10.225	2.852
2017	5.886	5.835	5.641	9.926	3.032
2018	5.884	5.911	5.888	9.919	3.147

资料来源：中国财政科学研究院 2019 年“降成本”报告，华安证券研究所

图表 36 中国社会融资成本统计

融资方式	平均融资成本	融资余额	占比权重
银行贷款	6.60%	61.06 万亿	54.84%
承兑汇票	5.19%	12.54 万亿	11.26%
企业信用债	6.68%	18.37 万亿	16.50%
融资性信托	9.25%	8.53 万亿	66%
融资租赁	10.70%	4.4 万亿	3.95%
保理	12.10%	4900 亿	0.44%
小贷公司	21.90%	9704 亿	0.87%
互联网金融（网贷）	21%	1.22 万亿	1.10%
上市公司股权质押	7.24%	3.77 万亿	3.39%
融资方式	平均融资成本	融资余额	占比权重
企业平均融资成本：7.16%（年化）			

资料来源：清华大学《中国社会融资环境报告》，华安证券研究所

4.1.3 降低上市融资的显性和隐性成本

注册制下，显性成本更低。以美国注册制为例，一般 IPO 费用包含保荐人费用，律师、审计和承销商等中介费用。其中，尽管美国的承销商佣金约为 8%到 12%，略高于中国 3%到 10%的区间；但是，根据公开资料来看，考虑中国除承销费外合计成本在 1000 至 2000 万，而美国其余费用之和仅 600-1000 万。因此，综合对比，美国注册制 IPO 的显性成本更低。

注册制同样降低隐性成本。除显性成本外，由于注册制以信息披露为核心，因此也将大大降低寻租成本。一方面，媒体和公关无法干预注册制 IPO；另一方面，从监管层面来看，由于发审委对于上市与否的话语权大幅降低，也将大幅抬升 IPO 的公平公正，降低企业 IPO 的寻租成本。

图表 37 中国股票发行及美国股票发行成本对比

类别	项目	中国股票发行成本		美国股票发行成本
显性成本	保荐承销费	募集资金的 3%-10%左右		募集资金的 8%-12%左右
	律师费	200-500 万	合计：1000-2000 万	合计：600-1000 万
	审计验资费	500-1000 万		
	路演披露费	200-400 万		
	宣传广告费	50-100 万		
隐形成本	财经公关费	• 媒体和公关公司打理费用，成本难以量化 • 发行节奏不确定、审核周期长，成本难以量化		—
	信息披露费用			
	寻租费用			
	时间和机会成本			

资料来源：华安证券研究所整理

4.2 门槛降低：向科技企业、初创企业倾斜

科创板和创业板注册制定位：瞄准成长创新企业的准入门槛大幅降低。从已经实施注册制的科创板和创业板的定位来看，注册制目前的重点目标是科技创新类企业。一般来看，创新类企业具有天然的股权融资偏好，因此通过降低直融的上市门槛，将更好的为还处于成长期的创新类企业提供融资。同时，以主板的盈利要求来看，多数初创型科技企业难以达到这个标准，从而难以上市。与此相反，科创板有五套市值标准，除上市标准宽松外，特别还允许未盈利的企业上市，为这类企业提供上市机会。其中，科创板中，寒武纪、国盾量子等选择第二套上市标准；芯原股份、埃夫特等选择第四套标准；选择第五套上市标准的有康希诺等。

科技型企业融资渠道较少，直融成为较佳选择。对于人工智能、芯片等高新领域企业，多数是科技初创型企业，具有前期研发投入较高的特点，因此需要足够的融资进行支持。但是，这类企业又面临抵押品不足及信用担保体系尚未建立的问题，难以从银行获得贷款。因此，对于这类企业而言，通过注册制上市融资将成为融资的重要渠道。从目前科创板审批上市的企业分布来看，超过七成企业为高新技术企业。

图表 38 科创板上市标准及相关代表公司

上市标准	代表公司
上市标准一	芯源微、复旦张江
上市标准二	寒武纪、国盾量子
上市标准三	天准科技
上市标准四	芯原股份、龙腾光电、埃夫特
上市标准五	康希诺、君实生物、神州细胞
特殊表决权上市标准一	京东数科（9 月 11 日已受理）
特殊表决权上市标准二	精进电动等

红筹股上市标准二	中芯国际

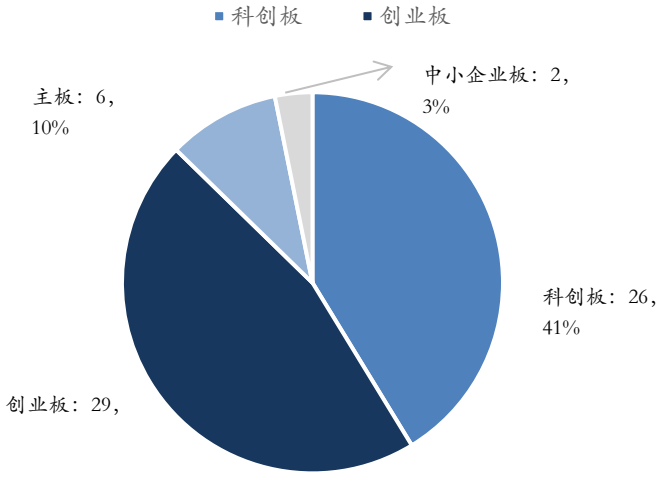
资料来源：Wind，华安证券研究所

4.3 新三板转板：注册制推动新三板企业上市进程

转板制度落地，本质就是实行注册制。作为构建多层次资本市场，以及与科创板和创业板注册制改革衔接，2020 年新三板的转板制度正式落地。转板制度的落地，使得更多优质的挂牌公司可以通过向创业板、科创板转板实现上市。从新规来看，企业只要具备一定的实力，从新三板挂牌到转板上市最快只需要 2 年多的时间。

注册制推动新三板企业上市进程。截至 2020 年 8 月，已经合计有 63 家公司成功转板上市。从转板分布来看，创业板与科创板独占鳌头，创业板 29 家，科创板 26 家，主板 6 家，中小板 2 家。其中，科创板和创业板合计占比 87%，可见注册制的实施有力推动了新三板企业的上市进程。

图表 39 新三板公司转板上市板块情况（截至 2020 年 8 月）



资料来源：Wind，华安证券研究所

4.4 拆分和上市重组：助力企业多元资本运作

4.4.1 拆分上市：助力企业多元资本运作

拆分新规落地，标志 A 股发展进入新阶段。2019 年 12 月 12 日，《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》的落地，实现了 A 股上市公司分拆上市的需求。实际上，在分拆新规之前，早在 2004 年证监会曾经颁布《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》，明确允许境内上市公司分拆子公司到境外上市，但对于在 A 股分拆上市却未有破冰。一方面，由于当时 A 股的 IPO 制度仍是核准制，上市资源相对稀缺；另一方面，则是 A 股市场和企业均在成长阶段，A 股上市公司拆分时机并不成熟。而当前 A 股拆分新规的上市，可以认为是 A 股市场开始向成熟市场靠拢，进入新阶段的标志。

拆分上市助力企业多元资本运作。随着中国经济和资本市场的发展，A 股上市公司

对于拆分上市的诉求不断强烈。通过注册制下拆分新规的落地，可以在多方面助力企业的资本运作。（1）从资金层面来看，可以通过拆分上市缓解企业融资困境；（2）估值角度来看，子公司业务的拆分能够对核心业务进行重新估值，尤其是对于拆分业务估值更高的企业将更有吸引力；（3）公司治理的角度来看，除了能够聚焦拆分业务之外，还能够协助传统垄断行业进行国企改革，实现混改目标；（4）公司业务层面来看，能够激励对企业对于新业务的尝试，解决产业内新孵化业务的融资难题，实现产业资金的长效投资。以 2020 年 6 月 15 日成功上市的首单拆分案例中国铁建为例，通过拆分子公司铁建重工在科创板上市，核心目的就是为了持续巩固在高端装备制造领域的核心地位，同时提升技术和创新实力。

图表 40 首单拆分案例：中国铁建分拆上市前后收盘价



资料来源：Wind，华安证券研究所

注册制实施推动“A 拆 A”升温。A 股上市公司更偏向在创业板和科创板进行拆分上市。最重要的原因之一，就是因为注册制的推行，在科创板和创业板上市有更高的便捷性和效率。截止 2020 年 9 月 7 日，已经有 48 家上市公司公告境内拆分上市计划，其中有 17 家在科创板拆分上市，16 家计划在创业板，科创板和创业板合计占比近 7 成。

图表 41 科创板 VS 创业板分拆上市名单

科创板分拆上市		创业板分拆上市	
证券简称	子公司	证券简称	子公司
深康佳 A	5 家公司	美的集团	美智光电
长春高新	百克生物	铜陵有色	铜冠铜箔
东港股份	东港瑞云	美锦能源	飞驰汽车
西部材料	西诺公司、菲尔特公司、天力公司	华邦健康	凯盛新材
东山精密	艾福电子	华兰生物	华兰疫苗
金固股份		江苏国泰	江苏瑞泰新能源材料
乐普医疗	乐普诊断	广电运通	中科江南
鼎龙股份	鼎汇微电子	杰瑞股份	德石股份
生益科技	生益电子	星网锐捷	锐捷网络

紫江企业	紫江新材料	科伦药业	川宁生物
天士力	天士力生物医药	兆驰股份	兆驰光元
厦门钨业	厦钨新能源	岭南股份	恒润科技
辽宁成大	成大生物	东方日升	江苏斯威克
中国铁建	铁建重工	联美控股	兆讯传媒
中国中铁	高铁电气	安正时尚	上海礼尚信息科技
上海电气	电气风电、紫江新材料	深圳华强	
***ST 力帆**	重庆无线绿洲		

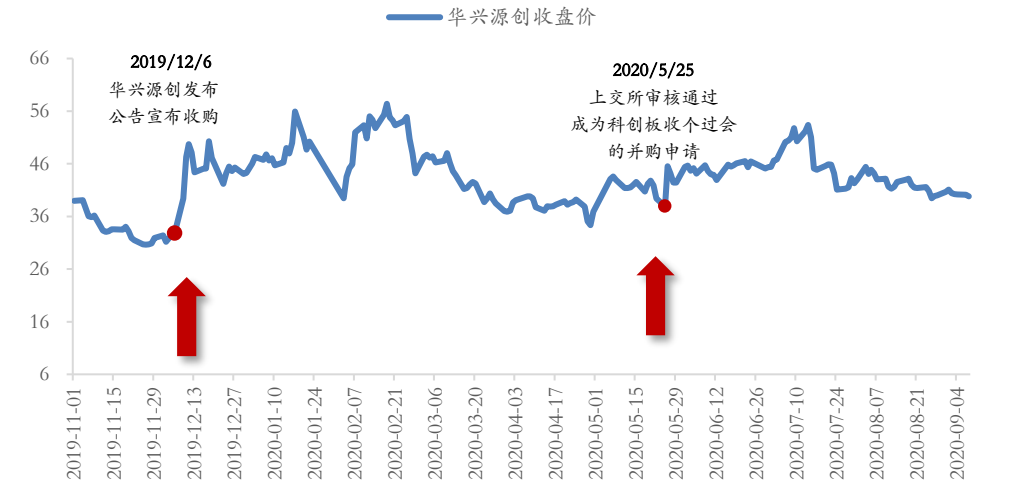
资料来源：Wind，华安证券研究所

4.4.2 企业重组：重组“破冰”，提高资源优化配置

A 股重组新规落地，继 2016 年最严“借壳新规”后创业板重组“破冰”。自 2019 年 10 月 18 日证监会正式发布修改后的《上市公司重大资产重组管理办法》，2019 年 8 月和 2019 年 11 月科创板和上交所的重组新规也相继发布，至此 A 股主板、创业板和科创板的重组规则全部发布。实际上，重组办法自 2008 年发布以来，已经历了 2011 年、2014 年和 2016 年的三次修订，尤其是 2016 年的最严借壳新规发布之后，在遏制了借壳炒作的同时，打击了不理性的跨界并购现象。但由于并购重组也是非上市公司筹资的重要手段之一，2016 年的最严重组规定也限制了企业通过并购重组的筹资通道。

重组新规适用注册制，提高资源优化效率。无论是创业板还是上交所的重组办法，都可以看到注册制强调信息披露和公众监督，注重审核过程的效率，并压实交易相关方和中介机构的责任的特点。同时，从修订放宽限制来看，显示出监管层意图通过恢复重组的融资通道，提升资源整合质量。我们以国内钛白粉行业上市公司佰利联 2015 年并购行业龙头龙蟒太业为例，可以看到尽管龙蟒钛业规模更大，但上市的优势使得佰利联成功收购，补齐自身短板。从最新进展来看，2020 年 5 月 25 日上交所审核通过华兴源创收购欧立通 100%股权，代表第一单科创板重组并购正式获批。

图表 42 首单并购重组案例：华兴源创收盘价



资料来源：Wind，华安证券研究所

4.5 民营企业：直接融资向民营企业倾斜

4.5.1 民营企业是国民经济的中间力量

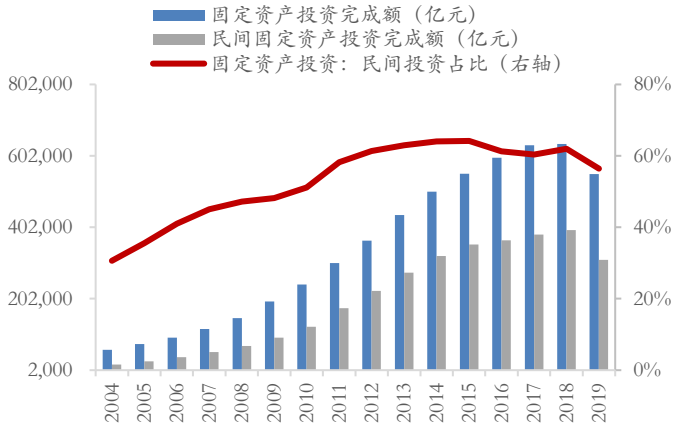
我国民营企业数达到九成以上，是国家经济中坚力量。从民营企业的绝对数量来看，我国民营企业的数量庞大。根据 2018 年民营企业座谈会，可以看到截止 2017 年我国民营企业的数量已经超过 2700 万家，占所有企业数量的九成以上。除数量外，民营企业在经济中的重要性也不言而喻。其中，民营企业税收占比在五成以上；GDP 占比达到六成以上；城镇劳动力吸收占比达到八成以上；同时，在技术创新方面，民营企业的成果占比也在七成。除此以外，在固定资产投资数据中，民间投资的占比自 2011 开始就在六成附近，显示出在投资总量上民营企业的力量。

图表 43 民营企业数量占比九成以上

截止 2017 年底	民营企业
数量	2700 万家
税收占比	50%以上
国内生产总值占比	60%以上
技术创新成果	70%以上
城镇劳动就业	80%以上
企业数量占比	90%以上

资料来源：华安证券研究所整理

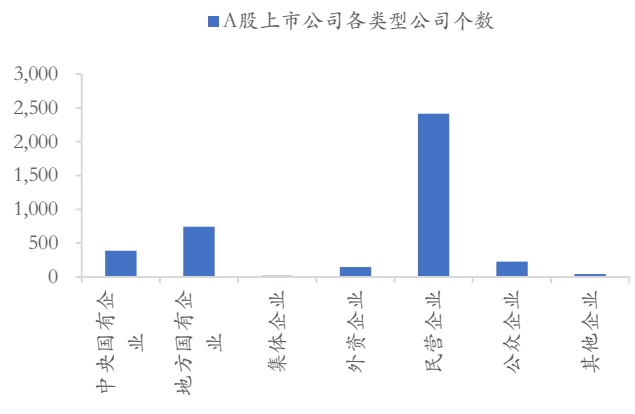
图表 44 民间固定资产投资占总额的六成



资料来源：Wind，华安证券研究所

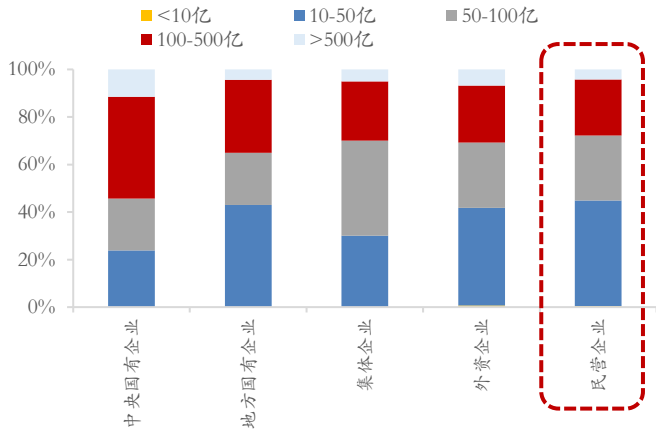
A 股上市公司中民营企业占比近六成，显示民营企业已经是资本市场重点倾斜的对象。截止 2020 年 8 月，我们统计 A 股上市的各类型公司个数，民营企业的个数已经达到 2400 余家，占近 4000 家上市公司中的六成，显示出民营经济是资本市场重点倾斜的对象。我们也注意到，**民营企业整体也仍以中小型企业为主，近 4 成的市值在 50 亿以下。**同时，高于 100 亿的占比不足 30%，远低于央企的 54%的比例，表明整体实力上民营企业与中央国有企业相比有一定程度的差距。

图表 45 A 股上市公司中：民营企业占比最高



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 46 市值分布占比%：民营企业市值总体较低



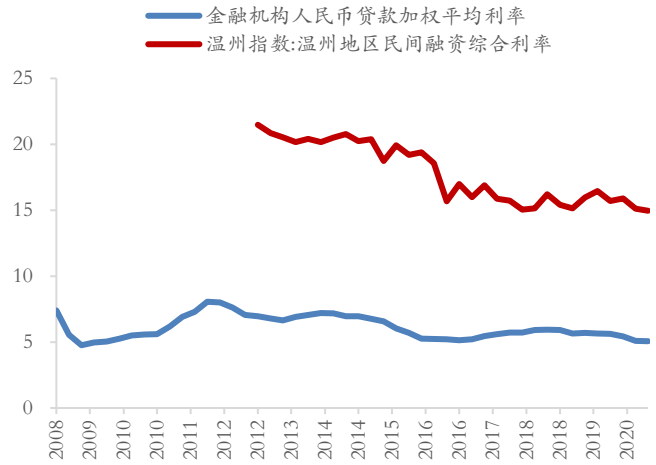
资料来源：Wind，华安证券研究所

4.5.2 民营企业的问题：“难+贵”的融资冰山

民营企业仍面临“融资冰山”，仍需进一步拓宽通过资本市场融资的渠道。尽管从目前来看，众多的民营企业已经通过资本市场直融的方式进行融资；但是相比数量更为巨大的民营企业总数而言，还远远不够。尤其相较于国有企业，民营企业由于在规模、企业实力、财务透明度上不占优势，因此面临在银行这类传统的融资渠道中贷款“难”的问题。

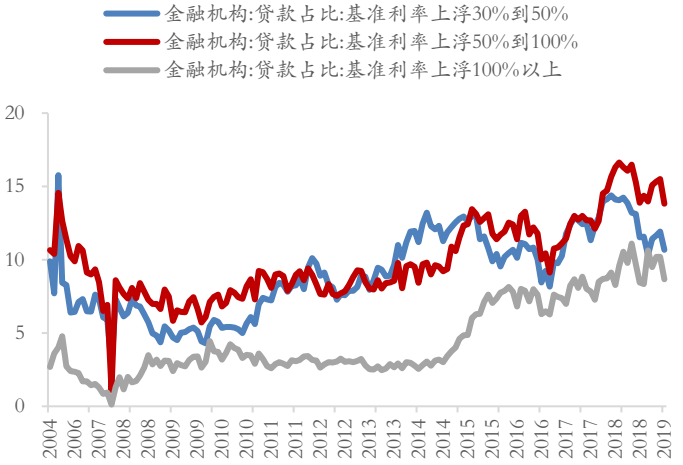
融资“贵”的问题在民营企业中更为突出。尤其是在经济压力不断加大的背景下，高企的融资成本也使得民营企业面临困境。其中，从民营企业融资成本来看，温州地区的民间综合融资利率当前仍在 15%附近，远高于金融机构的人民币贷款加权平均利率；同时，可以看到在基准利率上浮 30%以上的贷款占比也不断走高，从 2020 年 20%大幅上升至 2019 年的 30%。

图表 47 民营企业融资成本仍然较高



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 48 基准利率上浮 30%以上的贷款占比不断走高



资料来源：Wind，华安证券研究所

4.5.3 创业板注册制的实施，将有效解决民营企业的融资问题

注册制的实施，将进一步向中小企业为主体的民营企业倾斜。既然民营企业在国民经济中占据重要的地位，且又面临贷款难和市场利率传导不通畅的问题，那么通过注册制的实施，直接融资未来将成为精准滴灌企业的重要途径，尤其是民营企业的有效方式。

注册制的实施将加强民营企业的融资效率。一方面，民营企业相对国有企业的股东背景较弱，本身在经济下行周期中贷款难和贵的问题将更加突出，通过资本市场的融资能够较好解决之一问题。另一方面，民营企业又以中小企业为主，上市融资的需求更为迫切。因此，随着注册制上市门槛的降低，更多符合要求的中小企业能够通过资本市场实现融资目标。

4.6 企业治理：建立现代企业制度

企业挂牌上市的过程，打造现代企业制度。通过对包括美股、台湾地区股市、以及印度在内的海外注册制回顾，可以看到信息披露制度是注册制的绝对核心。由于信息披露制度对于信息质量具有较高要求，因此将会推动企业上市前以及上市过程中对自身企

业治理规范化的提升。一方面，在上市过程中，律所、会计师事务所、和券商保荐机构起到专业核查的责任，帮助企业进一步规范；另一方面，企业为了尽可能缩短上市的审核时间和问询次数，也会尽可能提高信息质量。

企业上市后起到持续监督的作用。依然借鉴海外注册制的情况来看，在注册制开启的同时，以退市机制为代表的配套制度，将会对企业起到持续督导的作用。尤其是从安然和世通的案例可以看到，在信息披露为核心，以及强监管的高压下，将会督促企业不断保持规范化经营。

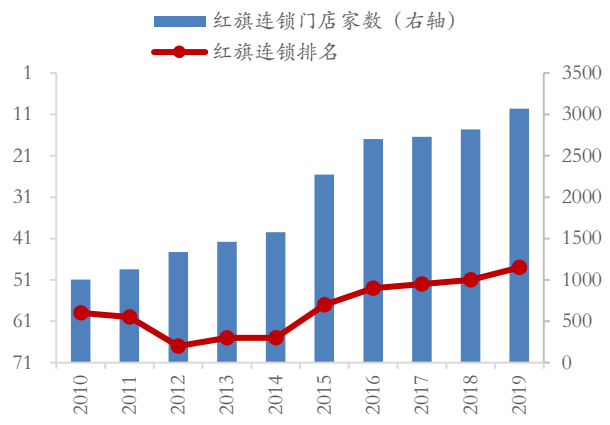
建立机构投资者和企业绩效的正向反馈机制。从创业板注册制的规则可以看到，引导中长线资金长线持有的意图明显。从网下打新来看，除了进一步将五类中长线资金的优先配售比例提高到 70%以上之外，同时还和科创板一样，优先配售战略投资者，提高机构持有的比例。同时，从持有期限来看，战略配售的投资者的锁定期为 12 个月，强调了机构的中长期投资行为。实际上，海外以及我国的各类学术文章中，可以看到机构投资者对于企业绩效的正向反馈机制。一方面，机构投资者本身较为专业，当成为机构大股东后将会积极参与到公司的治理当中，并起到有效的监督和管理；另一方面，机构占比的提升也将会减轻股权分散问题，为企业重组并购带来病例。

4.7 公众形象：信披要求提升知名度

注册制的信息披露核心要求，推动提升公司知名度和信任度。在信息披露这一注册制的核心要求下，有关上市公司的相关信息不断向社会公众发布。在这样的要求下，公司知名度和信任度的提升来自于两个方面：第一，从区域影响力拓展至全国，树立公司品牌形象；第二，则因为在强监管下公司运作更加透明，将更易吸引新客户、供应商的合作。

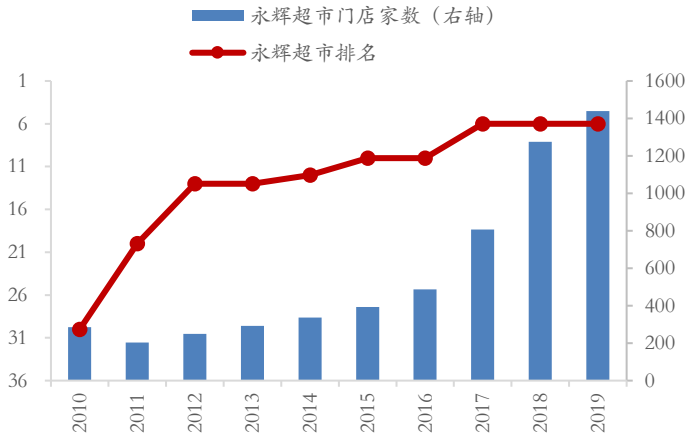
红旗连锁和永辉超市在上市后知名度增加，门店数飞升。以中国连锁百强红旗连锁为例，自 2012 年 9 月 5 日在深交所挂牌上市后，作为便利超市的唯一上市 A 股标的，无论是榜单排名还是门店数量都出现飞升。截止 2019 年，全球连锁百强榜单排名从 2012 年的 67 上升至 48，门店数量从 1336 个扩张至 3070 个，增长率 128%。同样的情况在永辉超市上市后表现也尤其明显，自 2010 年在上交所上市后，永辉超市在中国百强连锁的排名从 30 名上升到 2019 年第 6 名，同期门店家数也扩大了 7 倍。

图表 49 红旗连锁排名和门店数



资料来源：中国连锁经营协会 CCFA，华安证券研究所

图表 50 永辉超市上市后排名上升&门店数量上升 7 倍



资料来源：中国连锁经营协会 CCFA，华安证券研究所

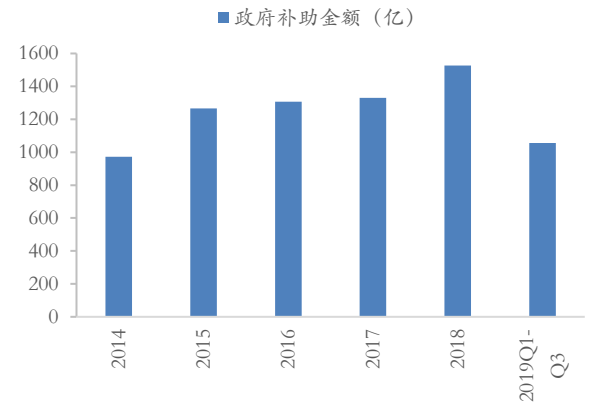
4.8 政府支持：财政和税收的双重补贴

4.8.1 财政补贴：地方政府通过补贴鼓励企业上市

各省市提出相应的奖励措施及扶持办法，鼓励当地企业挂牌登陆科创板。自 2019 年科创板提出之后，各省市就积极推出各项措施，推动辖区内企业上市。具体包括，南京市提出给予科创板上市企业一次性 300 万元资助，北京市级财政给予拟上市企业的补贴总额最高可达 600 万元。**地方政府积极推动有两方面原因：**一方面，在于通过上市企业促进区域内科技实力的提升，以此带动区域发展；另一方面，上市公司数量则能反应当地高新技术发展实力。从截止 2020 年 9 月 7 日科创板近 170 家上市公司的区域分布来看，北、上、江苏、浙江和广东的数量占比超过七成，反映出地区与上市公司间互相促进的正向激励作用。

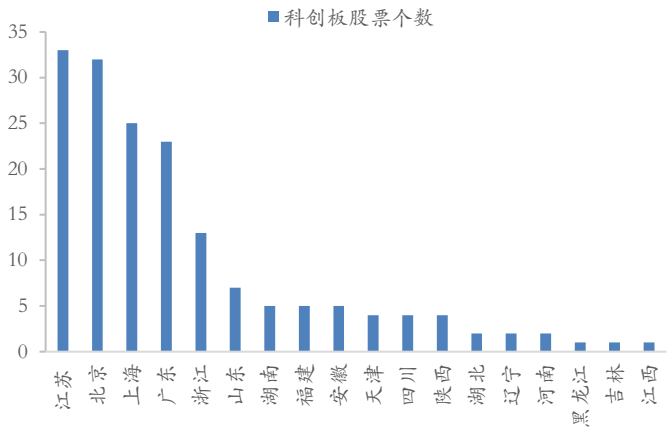
政府补助倾斜，涵盖九成 A 股上市公司。从历史数据来看，对于企业而言，上市后获得政府补助的概率也大幅升高。按照数据宝与中国上市公司研究院联合发布的“上市公司政府补助榜”数据来看，2010 至 2019 年 A 股超过九成的上市公司都获得政府补助，且补助金额从 2014 年的 972 亿上涨到 2018 年的 1527 亿。一方面，显示出上市公司作为重点企业，获得的政府倾斜力度较大；另一方面，也可以缓解诸如在今年疫情特殊情况下的经营、资金压力，尤其纾困中小型上市公司的困境。

图表 51 2014-2019 年 A 股政府补助金额



资料来源：华安证券研究所整理

图表 52 各省市科创板上市公司数量



资料来源：Wind，华安证券研究所

4.8.2 税收优惠：上市前后税收多方优惠

企业上市前，政府给予税收大幅度减免。地方政府对于企业的税收优惠，包含了上市前后两个阶段。在企业上市准备上市，特别是在股份制改革过程中，政府给予税收的减免幅度较大。以宁夏为例，上市前补助涉及两个方面：一是规定拟上市企业的在改制时因资产评估增值而补缴企业所得税，由地方政府给予全额或部分的资金补助；二是上市过程中，例如涉及调整以往年度应税的款项亦可通过自治区财政专项支出。

企业成功上市之后，地方统筹税费及费用给予返还或支持。在企业上市后，地方政府仍有一定力度的税费减免。在税方面，部分地方政府会对企业所缴由地方政府统筹的

税费予以减免或部分返还；在费用方面，则会对包括企业征地、发债等方面所需的费用予以减免。以湖北省为例，在 2019 年出台的，对企业首发上市及再融资募集资金的投资计划项目用地，将优先安排用地指标；上市每新增 1 家，下一年度建设用地新增 300 亩建设用地计划指标。

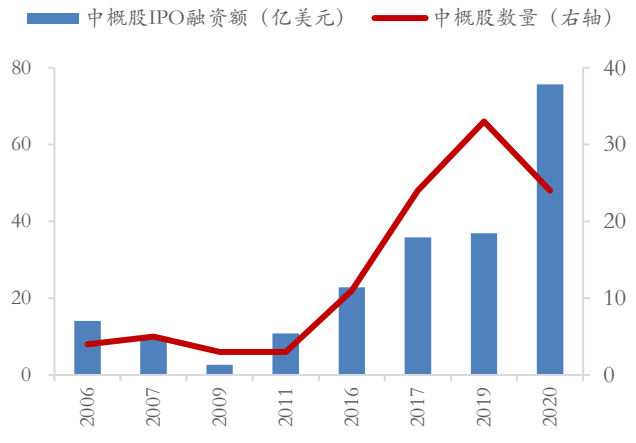
4.9 对外开放：独角兽回流，提高对国际资本吸引力

过去的 IPO 制度下，红筹企业 A 股上市面临障碍。在我国资本市场发展的过程中，过去由于我国资本市场发展并不成熟，众多的中资企业并未选择在境内 A 股上市，而是选择远赴海外进行 IPO。造成这样的原因有许多：其一在于过去 A 股 IPO 采取核准制的背景下，企业过会率低，融资并不及时；其二则是许多红筹企业的注册地在海外，在过去的 IPO 制度下 VIE 架构无法在 A 股上市。因此，从 2000 年以来以中概股在美 IPO 数量持续维持高位，尤其以科技类新兴企业为代表的公司上市需求强烈。

注册制改革后，吸引独角兽企业回流上市。在科创板和创业板注册制的《上市规则》中们可以看到新的注册制规则下，允许红筹企业和同股不同权的企业在 A 股上市，为这类独角兽企业的回流打开大门。近期，以即将同步登陆 A+H 股的蚂蚁金服为例，就是注册制改革吸引独角兽企业的最好代表。蚂蚁金服选择回归 A 股，一方面源自科创板一系列的改革；另一方面，这类独角兽企业股权结构中拥有众多的国际资本，注册制改革后向国际市场接轨，也将为国际资本参与提供支持。

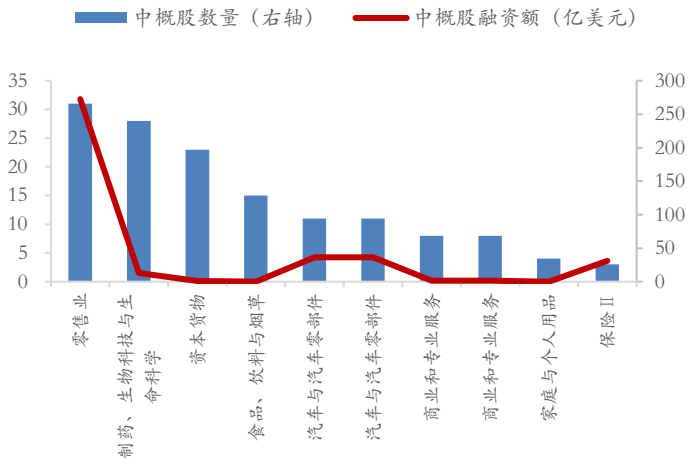
与对外开放进程同步，迎接国际投资人。借鉴台湾地区和印度的改革进程，可以看到注册制的改革都是与对外开放相一致的。从国内的情况来看，自 2018 年中国首次纳入 MSCI，以及 2019 年国务院金融委发布的《关于进一步扩大金融业对外开放有关举措》推进金融业对外开放的全面扩大，与注册制的进程也几乎一致。实际上，截止 2020 年 8 月，在继贝莱德、桥水等国际巨头之后，第 28 家 WFOE（外资私募管理人）完成登记，显示国际机构加快布局国内的趋势。

图表 53 中概股 IPO 数量维持高位



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 54 科技类企业赴美融资占比高



资料来源：Wind，华安证券研究所

5 风险提示

- 改革深化速度及推进不及预期。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。