2020 年 08 月 23 日

证券研究报告·策略研究

策略专题报告

创业板注册制大幕如何拉开

摘要

8 月 24 日，深交所将在创业板实施注册制上市模式。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。首批将有 18 家企业在创业板注册制上市。此次创业板注册制的实施，在交易规则上将有一些重要变化，而注册制在创业板的实施，也将会对创业板产生深远的影响。

当前，交易制度上的变化主要有四点。一是调整了创业板股票涨跌幅限制。二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。三是创业板注册制发行股票在首个交易日起，就可以作为融资融券标的。四是新增了股票存托凭证的特殊标识。

创业板注册制以后，我们认为对市场存在五大影响。一是注册制的交易受众将更加广泛。二是监管措施人性化，尊重交易自由。三是历史显示放宽交易限制后指数波动加大，振幅会有阶段性扩大。四是创业板实施注册制后，A 股的 IPO 融资将会主要向注册制板块倾斜。五是当前创业板估值与科创板接近，向注册制过渡将保持平稳。

小结：科创板开板至今，已经上市了 158 家企业。在过去 230 多个交易日里，基本上平均一天半就会有一家科创板企业上市。未来，随着创业板注册制大幕的拉开，企业上市将更加常态化。高新科技产业的发展将是中美博弈的关键，通过资本市场助力产业升级、高新技术产业发展，也是注册制下资本市场的使命与归宿。**在宽松人性的监管环境下，在更多投资者的参与下，在产业趋势向上的支撑下，注册制后的创业板仍然将保持慢牛状态。**

风险提示：流动性超预期收紧，中美冲突加剧。

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：不惧调整，慢牛继续（2020-08-16）
2. 策略专题：政治局会议的三大重要判断（2020-08-06）
3. 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）
4. 策略点评：回归均线，方为慢牛本色（2020-07-17）
5. 策略专题：牛市步入高潮（2020-07-11）
6. 科技牛高潮——A 股 2020 年下半年投资策略（2020-06-22）
7. 策略周报（0608-0612）：注册制落地，科技牛继续（2020-06-14）
8. 策略点评：如何看待本次指数成分调整？（2020-06-14）
9. 策略专题：高端 PCB：数据时代的皇冠明珠——新基建系列（一）（2020-06-12）
10. 策略周报（0525-0529）：外资逆流而上（2020-05-30）

8 月 24 日，深交所将在创业板实施注册制上市模式。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。首批将有 18 家企业在创业板注册制上市。此次创业板注册制的实施，在交易规则上将有一些重要变化，而注册制在创业板的实施，也将会对创业板产生深远的影响。

当前，交易制度上的变化主要有四点。

一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%。

二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。

三是创业板注册制发行股票在首个交易日起，就可以作为融资融券标的。这能够有效地给转融通市场提供融券标的。战略投资者可以出借配售获得的股票，从而扩大了融券标的来源。

四是新增了股票存托凭证的特殊标识。除沿用新股上市首日证券简称首字母“N”标识外，创业板注册制新股上市后次日至第五日，起证券简称首位将标识字母“C”，以提示不设涨跌幅限制。此外，上市时尚未盈利、具有表决权差异安排及具有协议控制架构或类似特殊安排的创业板股票或存托凭证，将新增“U”、“W”、“V”特殊标识。

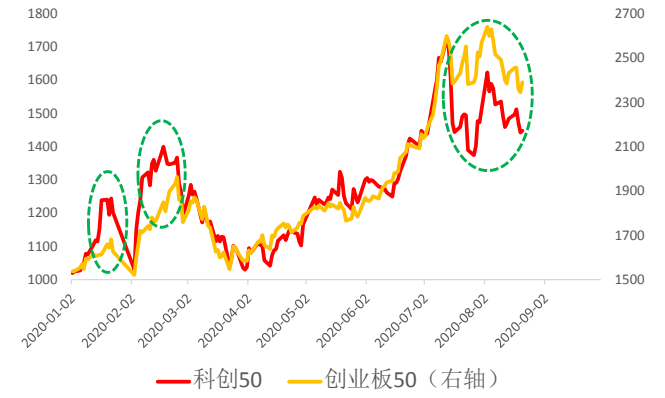
此外，创业板注册制以后，我们认为对市场存在五大影响。

一是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。

二是监管措施人性化，尊重交易自由。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**”。

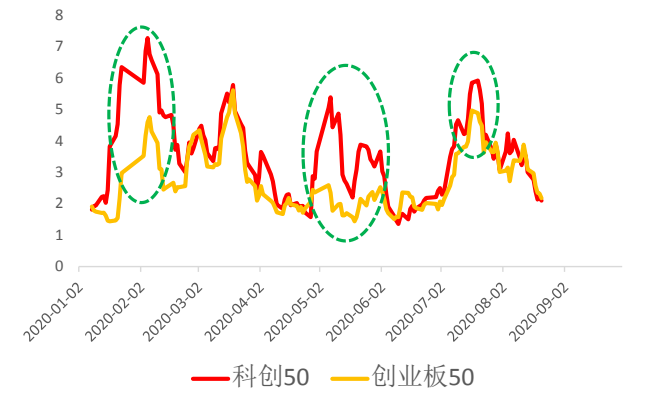
三是历史显示放宽交易限制后指数波动加大，振幅会有阶段性扩大。从科创板注册制落地以来，其指数走势会阶段性表现出较大的波动性。具体来看，今年 1-2 月份科创板 50 走势明显强于创业板 50（图 1 中左边两个圈），但是在 7 月中旬以后走势明显弱于创业板 50（图 1 中右边一个圈）。而从指数波动性上看，实施了注册制，当日涨跌幅上限为 20%的科创板 50 振幅阶段性地显著大于创业板 50 指数（图 2 中的三个圈）。

图 1：创业板 50 与科创板 50 走势对比



数据来源：Wind，西南证券整理

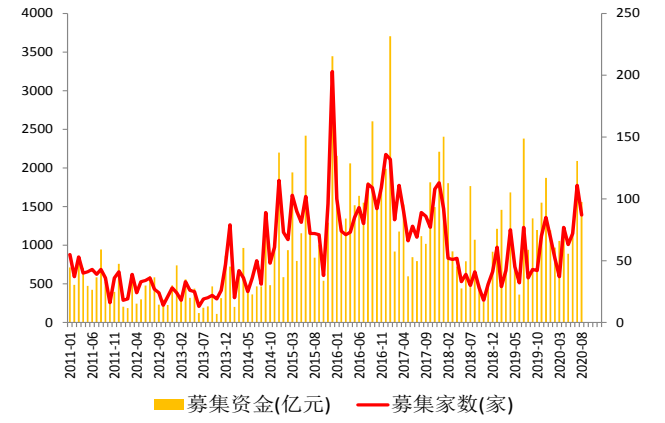
图 2：创业板 50 与科创板 50 振幅对比



数据来源：Wind，西南证券整理

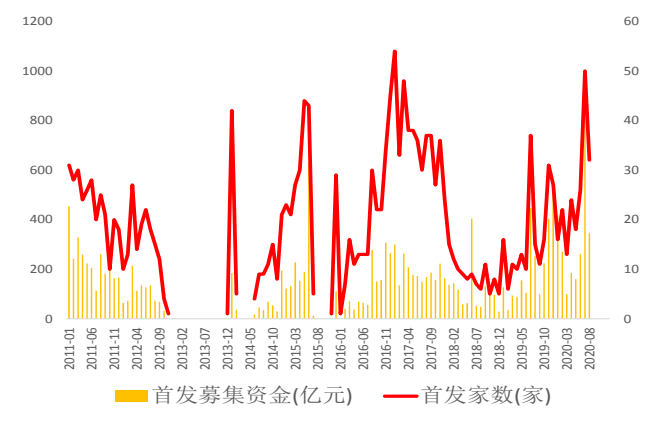
四是创业板实施注册制后，A 股的 IPO 融资将会主要向注册制板块倾斜。从 2019 年 7 月科创板开板至今，注册制科创板已经显示出明显的融资优势。在 IPO 数量上，科创板至今已经有 158 家企业上市，接近同期 A 股其他板块上市企业的总和（186 家）。在融资金额上，科创板已经融资 2439 亿元，超过同期 A 股其他板块的 IPO 融资规模（2346 亿元）。而随着创业板注册制落地，企业上市速度将会加快，考虑到创业板本身规模就比科创板要大，因此注册制板块融资额在 A 股占据主导地位将会是常态。创业板与科创板都是带着服务新兴产业，服务产业升级的国家战略任务的。

图 3：2011 年以来 A 股融资家数及金额变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2011 年以来首发家数及募集资金情况



数据来源：Wind，西南证券整理

五是当前创业板估值与科创板接近，向注册制过渡将保持平稳。截至 8 月 21 日，科创板总市值已经达到 3.7 万亿，估值平均数为 82.6 倍，中位数为 85.5 倍。相应的，创业板共有 833 家公司，总市值为 9.1 万亿，估值平均数为 86.2 倍，中位数为 48.7 倍。两者在估值平均数上差距小，中位数上差距较大。创业板总体估值水平已经与注册制下的科创板类似，因此在注册制以后仍将会保持平稳。

小结

科创板开板至今，已经上市了 158 家企业了。在过去 230 多个交易日里，基本上平均一天半就会有一家科创板企业上市。未来，随着创业板注册制大幕的拉开，企业上市将更加常态化。高新科技产业的发展将是中美博弈的关键，通过资本市场助力产业升级、高新技术产业发展，也是注册制下资本市场的使命与归宿。**在宽松人性的监管环境下，在更多投资者的参与下，在产业趋势向上的支撑下，注册制后的创业板仍然将保持慢牛状态。**

风险提示：流动性超预期收紧；中美冲突加剧。

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
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
	林芷豌	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