东兴证券 DONGXING SECURITIES

# 20%开启创业板2.0时代：从估值到业绩

2020 年 8 月 23 日

A 股策略 | 策略周报


| | | | |
|---|---|---|---|
| 分析师 | 杨若木 电话：010-66554032 | 邮箱：yangrm@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480510120014 |
| 联系人 | 林莎 电话：010-66554011 | 邮箱：linsha@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480120070056 |



## 摘要：

**行情阶段二的继续深化：强势股震荡，弱势股补涨。**上周市场延续行情阶段二的演绎：市场整体震荡上行，创业板指下跌 1.36%。市场波动加大或与即将推出的创业板注册制有关。8 月 24 日，创业板注册制首批 18 家公司将上市。18 家新上市公司可能带来的分流效应、涨跌幅限制放宽至 20%或将加大市场波动。历史经验来看，A 股的重大政策变化都曾经造成股票市场剧烈波动，如 2016 年 1 月 4 日熔断机制、1996 年 12 月 16 日的涨跌幅限制政策开始实行等。

**但我们认为，创业板注册制的实施对市场影响有限，目前已前置在市场定价中。**第一、市场“学习效应”持续加强，对此担忧的投资者已提前用脚投票，创业板资金流出自上周开始已经持续减少，投资者行为并不会等到政策落实之后才开始反应；第二、首批上市的创业板注册制公司规模有限，融资金额仅为科创板首批上市企业的 2/3，测算首日上市分流资金约为 323 亿元，占比 3.3%，首周分流资金 1027 亿元，占比约 2.1%；第三、20%的涨跌幅限制会加大市场波动，但创业板存量公司及本次新上市的 18 家公司优秀的基本面对板块整体构成支撑。

**新股展望：高市盈率发行，预计首批上市公司涨幅空间有限。**首批 18 家上市公司绝大多数为高溢价发行，平均市盈率达到 39.25，远高于 2020 年以来核准制下创业板上市公司首发平均市盈率 21.71。虽然低于科创板开板时 25 家公司的平均市盈率 50.16，但科创板的溢价率来自于高科技行业属性及超高的研发投入占比，而本次上市的创业板新股这些特征并不明显。科创板首批公司集中在电子、生物医药、新材料等行业，而创业板首批注册制上市公司中，绝大多数主营业务分布在纺织化纤、工业机械、影视娱乐以及低技术含量医疗器械、兽用药品等传统领域。科创板首批公司研发投入占比达 11.30%，而本次创业板注册制首批公司占比仅 4.69%，相比 A 股整体的 1.91%来看，科技优势并不明显。

**行业配置：业绩确定和增长潜力并重。**当前流动性驱动行情已过，前期成长板块大幅回调，但经济仍处复苏期间，市场信心与韧性犹在，整体处于震荡行情。当前行情下，行业间分化加剧，“确定性”与“潜力性”更值得关注，建议关注中报有良好业绩支撑及预计 9 月份及之后仍有较大增长潜力的行业，包括电子、医药、机械、建材、有色中的铜、铝、新能源汽车等。

**风险提示：**经济复苏不及预期，市场波动大于预期

# 目 录

1. 行情阶段二继续演绎，强势板块调整，弱势板块上涨 ..... 3
2. 但我们认为，创业板注册制的实施对市场影响有限，目前已前置在市场定价中 ..... 5
3. 新股展望：高市盈率发行，预计首批上市公司涨幅空间有限 ..... 8
4. 行业配置：业绩确定和增长潜力并重 ..... 9
风险提示 ..... 9

# 插图目录

图 1：主要指数有所上涨，创业板跌幅达 1.36% ..... 3
图 2：稳定、周期、消费上涨，成长行业下跌 ..... 3
图 3：食品饮料、电力、建材等板块领涨 ..... 3
图 4：熔断机制实行后，创业板指、上证综指大跌 ..... 4
图 5：涨跌幅限制制度实行后市场大跌 ..... 4
图 6：A 股成交金额与融资余额仍处高位 ..... 5
图 7：科创板开板前上证综指和创业板指均下跌 ..... 5
图 8：科创板首日成交额占比 11.7%，后续大幅下滑 ..... 6
图 9：当前全 A 成交额远高于科创板开板时 ..... 6
图 10：中报业绩农林牧渔、石化、电子等表现良好 ..... 9

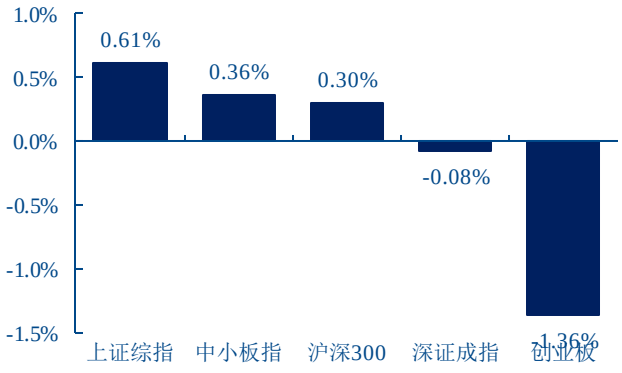
# 表格目录

表 1：本次创业板注册制新上市 18 家公司业绩表现优于创业板整体 ..... 7
表 2：2020 年中报，创业板业绩表现优异 ..... 7
表 3：首批 18 家上市公司溢价高，主营传统且分散 ..... 8

## 1. 行情阶段二继续演绎，强势板块调整，弱势板块上涨

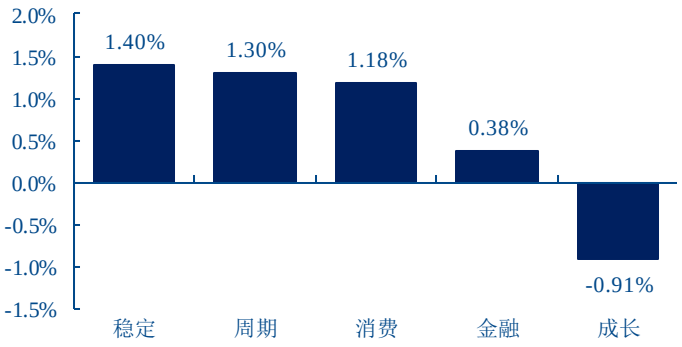
我们在 8 月 9 日报告《钟摆回落，热点扩散》中提出行情演绎分为三个阶段："阶段一、资金抱团成长性预期最高的板块，形成第一批强势板块（今年上半年）；阶段二、资金退而抱团次优成长、前期滞涨的板块（7 月以来）；阶段三、强势板块回调行情结束或强势板块震荡上行带来低估值板块全面上涨。"。阶段二会延续到九月份。上周市场延续阶段二的演绎：市场整体震荡上行，创业板指继续下跌。其中，上证综指上涨 0.61%，中小板指涨 0.36%，沪深 300 涨 0.30%，而创业板指跌幅达到 1.36%。风格来看，仅成长组合下跌 0.91%，稳定、周期、消费、金融等板块涨势较好，分别上涨 1.40%和 1.30%、1.18%和 0.38%。行业层面，上周涨幅排名前五的板块分别为食品饮料、电力及公用事业、建材、传媒、煤炭，涨幅分别为 3.36%、2.98%、2.84%、2.49%、2.43%。跌幅排名前五的板块则分别为国防军工、家电、电子、消费者服务、电力设备及新能源，跌幅分别为-3.97%、-1.81%、-1.71%、-1.68%、-1.61%。

**图1：主要指数有所上涨，创业板跌幅达 1.36%**



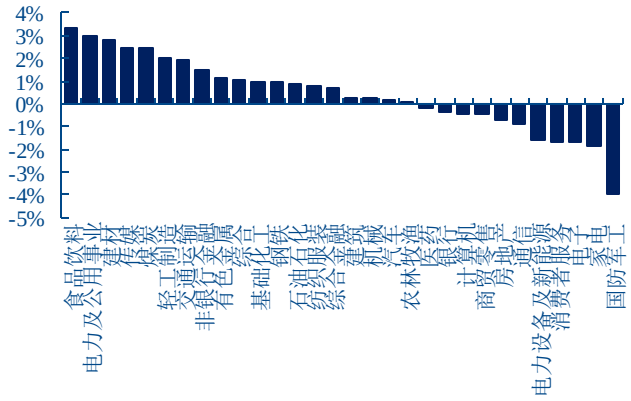

资料来源：wind、东兴证券研究所

**图 2：稳定、周期、消费上涨，成长行业下跌**




资料来源：wind、东兴证券研究所

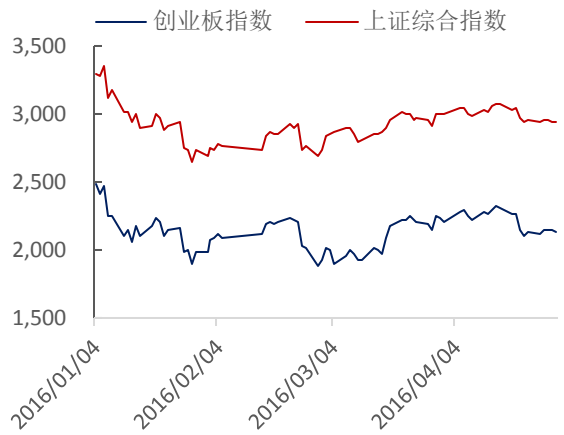
**图 3：食品饮料、电力、建材等板块领涨**




资料来源：wind、东兴证券研究所

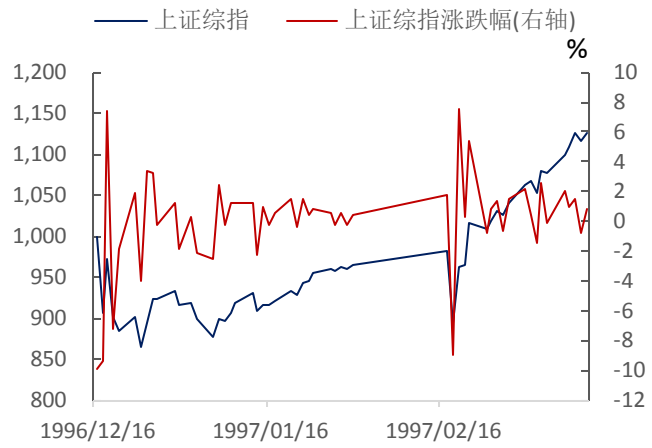
波动加大或与即将推出的创业板注册制有关。8 月 24 日，创业板注册制首批 18 家企业将上市。市场可能担心 18 家新上市公司带来的“分流”效应和涨跌幅限制放宽至 20%带来的冲击。这种担心不无道理，A 股历史上多次重大政策变更都曾经造成股票市场的大跌，如 2016 年 1 月 4 日熔断机制开始实行当天，创业板指大跌 8.21%，上证综指大跌 6.86%，熔断之后的一个月，创业板指从 2491.24 点跌到 2126.64 点，跌幅 14.64%。上证综指在从 3296.26 点跌到 2781.02 点，跌幅 15.63%。熔断之后的三个月，创业板指从 2491.24 点跌到 2279.52，跌幅 8.5%。上证综指在从 3296.26 点跌到 3053.07，跌幅 7.38%。1996 年 12 月 16 日开始实行涨跌幅限制制度，除了上市首日无限制之外，股票当日涨跌幅度不得超过 10%，超过涨跌幅限制的委托均为无效委托。政策实施后，上证综指大跌 9.91%。涨跌幅限制实施一个月后，上证综指从 1000.02 点跌到 915.01 点，跌幅 8.50%；实施三个月后至 3 月 16 日收 1125.8 点，涨幅 12.58%。从这两次重大政策变更的情况来看，短期市场会受到政策冲击的影响有所下跌，从 3 个月维度来看，市场出现跌幅收窄或甚至出现上涨的情况。

**图 4：熔断机制实行后，创业板指、上证综指大跌**




资料来源：wind、东兴证券研究所

**图 5：涨跌幅限制制度实行后市场大跌**



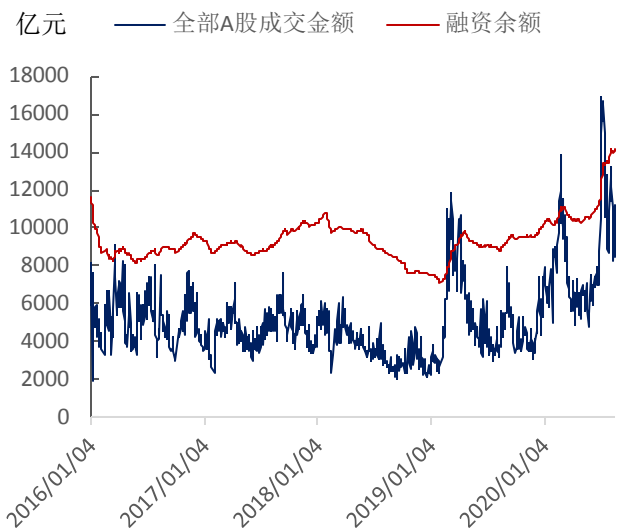

资料来源：wind、东兴证券研究所

但我们认为，创业板注册制真正实施及 20%的涨跌幅不会对市场形成持续的压制。第一、市场“学习效应”持续加强，此前对此担忧投资者已经在目前的市场表现中反映出来，并不会等到政策落实之后才有所体现；第二、首批上市的创业板规模有限，融资金额仅为科创板首批上市企业的 2/3，分流效应更小；第三、当前创业板公司整体基本面良好，能够对价格形成强有力支撑。

## 2. 但我们认为，创业板注册制的实施对市场影响有限，目前已前置在市场定价中

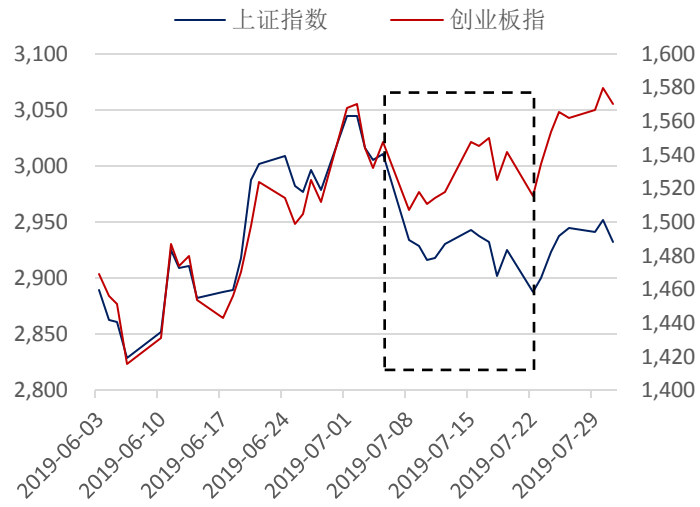
第一，市场“学习效应”持续加强，持担忧情绪的投资者会提前采取行动。借鉴科创板经验，科创板注册制推出之后，对存量板块的冲击主要体现在上市前，而非上市后。科创板开板前两周内，主板与创业板均出现下跌，上证综指由2019年7月5日的3011.06下跌至2019年7月19日的2924.20，跌幅达到2.88%，创业板跌幅则达到0.37%，投资者对科创板开板的担忧情绪在政策正式落实之前就已经一定程度体现在市场上。

**图6：A股成交金额与融资余额仍处高位**




资料来源：wind、东兴证券研究所

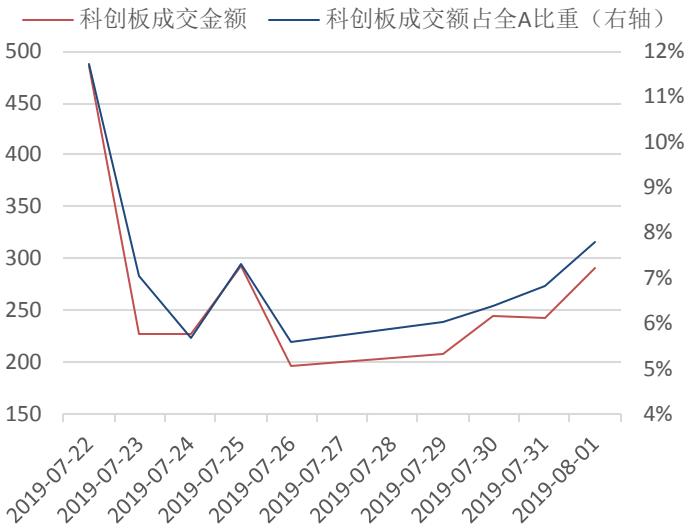
**图7：科创板开板前上证综指和创业板指均下跌**




资料来源：wind、东兴证券研究所

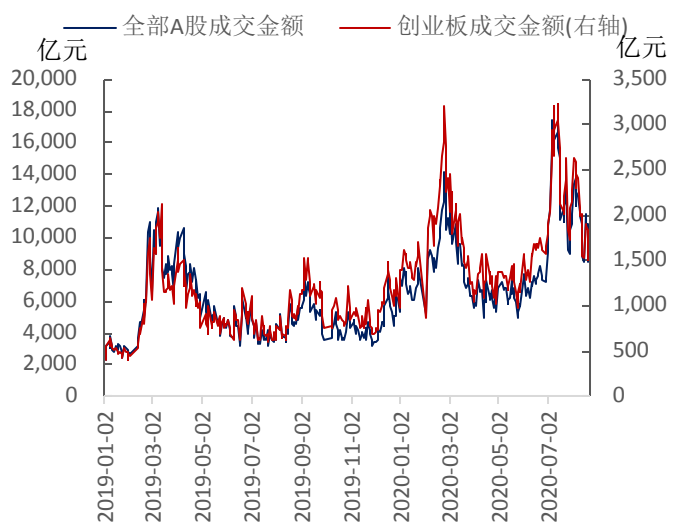
第二，从科创板开板的经验来看，我们认为由于18家公司规模有限，预计不会对当前市场造成巨大冲击。2019年7月科创板开板时，首批上市25家公司融资总额为310.89亿元，首日涨幅达到140%，总成交额达到485亿元，当时A股整体的周平均成交金额为3737.37亿元，科创板交易金额占A股整体仅12.98%，后续此占比迅速回落，并未对市场造成太大冲击。本次18家公司融资总额仅为200.66亿元，而8月17日至21日，周平均成交金额达到10094.22亿元，远高于科创板开板时水平。借鉴科创板的经验进行预估，预计首批上市公司首日分流资金约为323亿元，占比约为3.3%，首周日均分流资金约为1027亿元，占比约为2.1%。相比之下，本次创业板注册制首批上市公司资金体量非常有限，难以对市场造成较大扰动。

**图 8：科创板首日成交额占比 11.7%，后续大幅下滑**




资料来源：wind、东兴证券研究所

**图 9: 当前全 A 成交额远高于科创板开板时**




资料来源：wind、东兴证券研究所

第三，无论是本次 18 家增量公司还是创业板存量公司，基本面都比较良好，能够对价格形成有力支撑。18 家增量公司从成长性和盈利性角度来说，都优于当前创业板公司，其平均归母净利润增速达到 42.49%，远高于创业板平均值 18.77%；平均 ROE 为 29.00%，远高于创业板平均值 3.30%。且从中签率和超额认购倍数来看，本次新上市公司平均中签率为 0.0177%，远远低于创业板整体中签率 0.6336%，本次申购的超额认购倍数为 5741.62 倍，远远超出创业板总体平均值 1992.57 倍，市场对这些公司表现出极高的认可度和热情。对于存量公司，根据已披露中报业绩表现，创业板在盈利和成长方面表现都非常亮眼，盈利来看，创业板平均 ROE 为 4.89%，高于主板、中小板、科创板；成长来看，创业板平均归母净利润同比增长率为 25.88%，除低于中小板外，高于主板和科创板。

**表 1：本次创业板注册制新上市 18 家公司业绩表现优于创业板整体**

| 名称 | 营业收入增速 | 归母净利润增速 | ROE（加权） | 中签率（%） | 超额认购倍数 |
|---|---|---|---|---|---|
| 蓝盾光电 | 21.6862 | 112.8451 | 29.7774 | 0.0180 | 5,555.7740 |
| 金春股份 | -3.0330 | 21.8048 | 19.4976 | 0.0168 | 5,954.4945 |
| 锋尚文化 | 59.2644 | 86.5893 | 50.5592 | 0.0161 | 6,206.4858 |
| 圣元环保 | 22.1747 | 3.4883 | 19.8371 | 0.0216 | 4,626.1244 |
| 欧陆通 | 19.0912 | 92.0126 | 27.7215 | 0.0164 | 6,086.5660 |
| 蒙泰高新 | 11.1196 | 17.1045 | 29.9243 | 0.0167 | 5,979.5772 |
| 杰美特 | 28.1986 | 113.9847 | 28.7659 | 0.0171 | 5,835.0350 |
| 康泰医学 | 6.7810 | 18.9425 | 13.5074 | 0.0207 | 4,841.7157 |
| 回盛生物 | 1.2665 | -3.6907 | 19.5693 | 0.0171 | 5,859.8432 |
| 安克创新 | 27.1877 | 68.8491 | 43.5924 | 0.0211 | 4,731.0020 |
| 南大环境 | 37.0797 | 81.6086 | 72.6038 | 0.0157 | 6,366.2100 |
| 海晨股份 | 13.9695 | 61.4988 | 21.2975 | 0.0175 | 5,706.6777 |
| 美畅股份 | -44.7001 | -60.2034 | 30.9965 | 0.0208 | 4,807.3920 |
| 大宏立 | 23.3077 | 32.8744 | 20.2922 | 0.0168 | 5,957.0076 |
| 捷强装备 | 43.8914 | 53.7045 | 32.9110 | 0.0134 | 7,461.5273 |
| 天阳科技 | 35.8484 | 22.7937 | 12.1667 | 0.0209 | 4,785.5741 |
| 卡倍亿 | -14.5228 | -2.8747 | 21.4557 | 0.0161 | 6,219.8127 |
| 维康药业 | 11.1051 | 43.5606 | 27.5837 | 0.0157 | 6,368.5056 |
| **平均值** | **16.6509** | **42.4940** | **29.0033** | **0.0177** | **5,741.6292** |
| **创业板总体平均值** | **11.1296** | **18.7663** | **3.2997** | **0.6336** | **1,992.5726** |

资料来源：wind、东兴证券研究所

**表 2：2020 年中报，创业板业绩表现优异**

| | 平均净资产收益率 ROE(摊薄) | 平均值归母净利润同比增长率 |
|---|---|---|
| 创业板 | 4.89% | 25.88% |
| 科创板 | 4.31% | 15.25% |
| 中小企业板 | 4.21% | 78.57% |
| 主板 | 4.04% | -8.16% |

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 3. 新股展望：高市盈率发行，预计首批上市公司涨幅空间有限

首批18家创业板注册制上市公司绝大多数为高溢价发行，平均市盈率达到39.25，远高于2020年以来核准制下创业板上市公司首发平均市盈率的21.71。虽然低于科创板开板时25家公司的平均市盈率50.16，但科创板首批公司集中在电子、生物医药、新材料等成长行业，具有较强的高科技属性，创新研发能力突出，因此本身估值就趋高。而创业板首批注册制上市公司中，绝大多数主营业务分布在纺织化纤、工业机械、影视娱乐以及低技术含量医疗器械、兽用药品等传统领域，科技属性较弱，且各公司创新研发投入不高，平均研发费用率仅为4.69%，远低于科创板首批25家上市公司平均研发费用率11.30%。预计本次上市的18家公司涨幅空间有限，可能低于科创板开板涨幅。

**表3：首批18家上市公司溢价高，主营传统且分散**

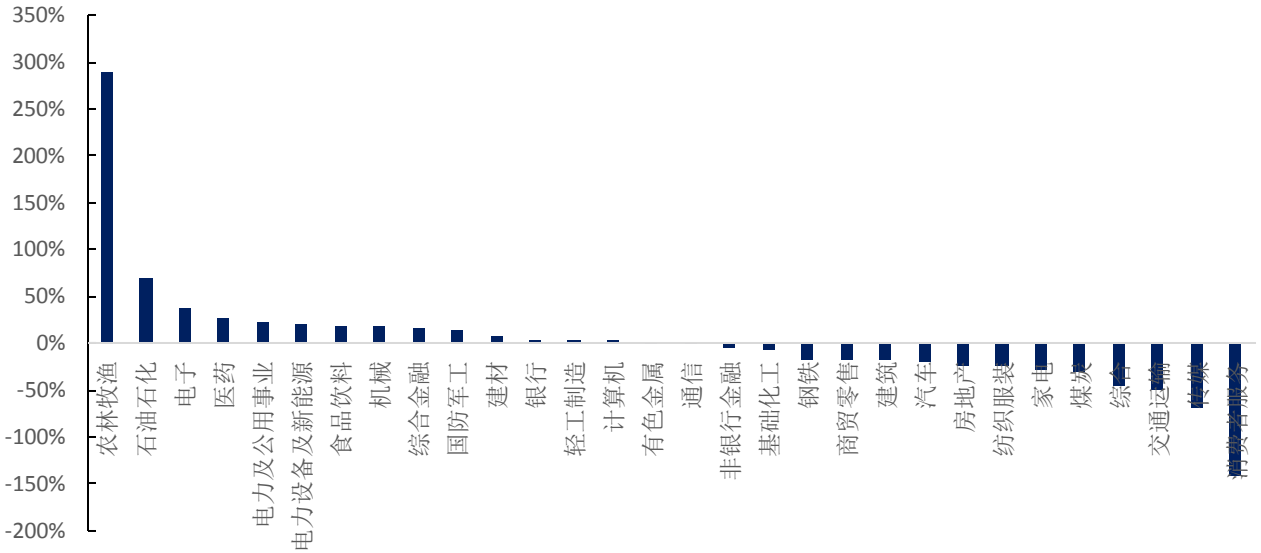
| 证券简称 | 主营业务 | 首发市盈率(摊薄) | 首发时所属行业市盈率 | 研发费用率 |
|---|---|---|---|---|
| 蓝盾光电 | 环境检测、交通管理 | 35.55 | 34.98 | 4.43% |
| 金春股份 | 纺织品 | 45.69 | 21.15 | 3.46% |
| 锋尚文化 | 电影与娱乐 | 41.20 | 64.77 | 0.04% |
| 圣元环保 | 水务 | 24.37 | 25.47 | 1.21% |
| 欧陆通 | 电源适配器 | 34.90 | 53.08 | 3.96% |
| 蒙泰高新 | 化纤 | 30.48 | 17.90 | 3.47% |
| 杰美特 | 休闲用品 | 40.27 | 53.08 | 3.87% |
| 康泰医学 | 血氧、监护设备 | 59.74 | 45.20 | 10.48% |
| 回盛生物 | 兽用药品、饲料 | 59.35 | 56.59 | 4.94% |
| 安克创新 | 电脑存储与外围设备 | 46.81 | 53.01 | 5.92% |
| 南大环境 | 调查和咨询服务 | 35.40 | 25.54 | 6.79% |
| 海晨股份 | 航空货运与物流 | 35.06 | 18.65 | 1.72% |
| 美畅股份 | 金属非金属 | 46.09 | 17.86 | 7.77% |
| 大宏立 | 工业机械 | 26.32 | 45.11 | 1.42% |
| 捷强装备 | 航天航空与国防 | 45.02 | 45.04 | 8.77% |
| 天阳科技 | 金融IT服务商 | 50.66 | 72.69 | 10.48% |
| 卡倍亿 | 汽车线缆 | 19.08 | 20.68 | 2.36% |
| 维康药业 | 中药 | 30.51 | 57.31 | 3.30% |
| **平均值** | -- | **39.25** | -- | **4.69%** |

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 4. 行业配置：业绩确定和增长潜力并重

当前流动性驱动行情已过，前期成长板块大幅回调，但经济仍处复苏期间，市场信心与韧性犹在，单一事件冲击造成市场持续大跌可能性较低，整体处于震荡行情。当前行情下，行业间分化加剧，“确定性”与“潜力性”更值得关注。在此行情下，可以更多关注中报有良好业绩支撑且预计9月份之后仍有较大增长潜力的行业。截止到2020年8月23日，全部A股共有1379家公司披露了中报业绩，从已披露样本来看，石油石化、电子、医药几个行业业绩表现良好且预计仍有较大增长潜力。而9月份之后，进入传统建筑旺季，叠加各地专项债投放仍有余额，看好新基建特高压、城市轨交、5G基础设施需求驱动显著的上游钢铁、建材和有色金属中的铜、铝以及中游的机械等。此外，消费复苏叠加“双积分”新政策助力的新能源汽车也值得关注。

**图10：中报业绩农林牧渔、石化、电子等表现良好**




资料来源：wind、东兴证券研究所

## 风险提示

经济复苏不及预期，市场波动大于预期

## 分析师简介

**分析师：杨若木**

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

**联系人：林莎**

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526