2020 年 07 月 17 日

中小盘研究团队

科创板一周年回顾：注册制试点效果卓越，充分发挥为科创企业融资定价功能

——中小盘 IPO 专题

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

● 科创板规模有序扩容，已成为科创公司重要融资渠道

科创板正式运行即将满一周年，期间共实现 130 家科创公司上市，对应首发募资 2015.2 亿元，明显高于同期主板/中小板/创业板的 52/31/61 家（对应首发募资 1324.3/349.3/319.8 亿元）。截至 2020 年 7 月 17 日，科创板总市值为 2.9 万亿元，已经是创业板的 32.5%。可见，科创板已成为企业上市融资的重要渠道。在规模快速扩容的同时，科创板运行情况保持平稳，上市首日涨幅与传统 A 股开板涨幅接近。7 月份科创板将迎来限售股集中解禁的考验，仅 7 月 22 日解禁市值便高达 2184.5 亿元，是总流通市值 4453.4 亿元的 49.1%。借鉴创业板经验，我们认为科创板短期将面临一定程度的情绪和流动性冲击，但不改中长期上升趋势。

● 科创成色鲜明，科创板注册制改革“试验田”硕果累累

目前已上市的 130 家科创板公司科创成色鲜明：近三年研发投入占营收比例均值为 13%、平均拥有 58 项发明专利、2017-2019 年收入 CAGR 为 28.7%、利润 CAGR 高达 51.9%。可见，科创板定位得到了很好的坚守。此外，科创板运行一年来，这块注册制改革的“试验田”通过不断探索推出了众多重大制度创新，范围涵盖发行与上市制度、交易制度、再融资制度以及退出机制等多个层次，为科创公司高效上市融资、二级市场平稳运行、优质企业快速再融资以及创新资本的退出提供了有力的保障，也为创业板等其他板块的改革积累了宝贵经验。

● 科创板融资定价功能得以充分发挥，投资者共享科创公司发展红利

科创板不仅做出了众多制度创新，更将这些创新充分运用于实践。首先，发挥注册制优势，大幅提高上市审核效率。科创板公司从受理到上市平均用时 227 天，明显低于主板/中小板/创业板的 635/573/569 天。其次，多元化上市标准得到了落实。科创板已上市的 130 家企业中，尚未盈利的公司 7 家、特殊表决权的公司 1 家、红筹企业 2 家。另外，科创板首发定价采用多元化估值体系，同时通过专业机构投资者之间的充分博弈，使首发定价更接近公司实际价值。目前科创板已上市公司平均首发市盈率为 66 倍，而主板/中小板/创业板仍然维持在 23 倍左右。在完善的市场化机制的保障以及优质科创公司的吸引下，投资者积极参与科创板投资并收获了可观的投资回报。例如，科创板开市一年以来，分别为 1 亿产品规模的 A/B/C 类投资者创造累计打新收益率 26.35%/25.01%/21.69%。高额的打新收益推动科创板网下询价的账户数由科创板刚开市时的 2157 个增加至 5058 个，打新市场机构参与度很高。二级市场投资方面，2019 年底公募产品持有科创公司总市值为 250 亿元，占科创板流通市值的 2.9%。2020 年以来，已有 5 只科创主题 3 年封闭基金成立，另有 4 家基金公司的科创板封闭运作基金已上报证监会。随着科创板的逐渐成熟，公募参与度将继续提高。

● 风险提示：相关政策调整、市场剧烈波动等。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批寒武纪值得重点跟踪(2020 批次 24、25)》-2020.7.5

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批甘李药业和天智航值得重点跟踪（2020 批次 22、23）》-2020.6.22

《精选层基本面跟踪报告-挂牌审核加速，受理企业成色如何？》-2020.6.18

目 录

1、 科创板发行融资节奏快于传统 A 股，实现有序扩容 4
1.1、 与 A 股其他板块相比，科创板发行节奏更快 4
1.2、 科创板上市首日涨幅保持较高水平，实现有序扩容 4
1.3、 下半年解禁高峰来临，从创业板经验看科创板的首次“大考” 5
2、 坚守科创板定位，注册制改革“试验田”硕果累累 6
2.1、 已上市公司科创属性强，充分体现科创板定位 6
2.2、 科创板制度创新频出，注册制改革“试验田”成果丰硕 8
3、 充分发挥科创板融资定价功能，投资者共享科创红利 9
3.1、 科创公司上市融资更高效灵活，市场化定价充分发现企业价值 9
3.2、 各类投资者积极参与科创板投资，共享科创企业成长红利 10
4、 继往开来，科创板经验为深化注册制改革提供宝贵经验 12
5、 风险提示 13

图表目录

图 1: 科创板首发上市公司数量多于传统 A 股（家） 4
图 2: 科创板首发募资额高于传统 A 股（亿元） 4
图 3: 科创板总市值已接近创业板的 30% 5
图 4: 科创板上市首日涨幅基本与传统 A 股持平 5
图 5: 下半年科创板迎来解禁高峰（亿元） 5
图 6: 下半年解禁市值集中在电子和计算机行业（亿元） 5
图 7: 预计科创板解禁抛压将比创业板大 6
图 8: 创业板解禁压力持续时间短暂 6
图 9: 科创板近三年研发投入占营收比重较高 7
图 10: 大部分科创板上市公司发明专利数大于 5 项 7
图 11: 科创板近三年收入复合增速较快 7
图 12: 科创板近三年利润复合增速较快 7
图 13: 科创板上市公司均属于 6 大战略性新兴产业 8
图 14: 科创板从受理到上市时间显著短于传统 A 股（天） 9
图 15: 特殊类型的公司成功实现科创板上市（家） 9
图 16: 科创板首发市盈率显著高于传统 A 股 10
图 17: 参与科创板询价账户数和申购额大幅增加 11
图 18: 科创板报价入围率显著下降 11
图 19: 1 亿规模产品参加科创板打新累计收益率 11
图 20: 2 亿规模产品参加科创板打新累计收益率 11
图 21: 科创板公募持仓比例与主板相近 12
图 22: 科创板公募持仓行业较集中 12
图 23: 科创板换手率保持在较活跃水平 12
图 24: 科创板融资余额占流通市值比高 12

表 1: 证监会和上交所明确的科创属性评价“3+5”指标 6
表 2: 科创板在不同层次制度方面均作出了重要创新 8

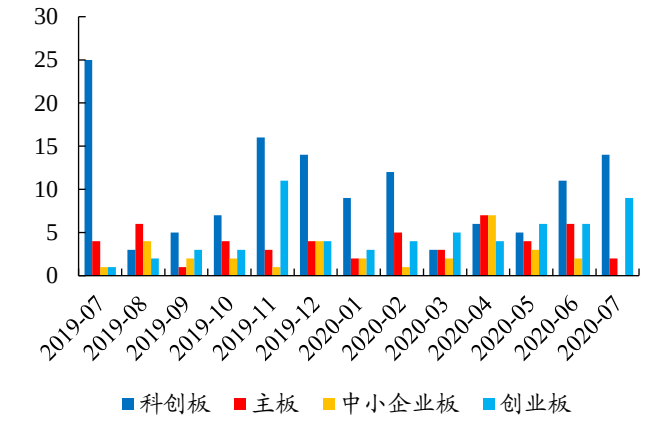
表 3： 创业板注册制改革主要制度与科创板一脉相承 13

1、 科创板发行融资节奏快于传统 A 股，实现有序扩容

1.1、 与 A 股其他板块相比，科创板发行节奏更快

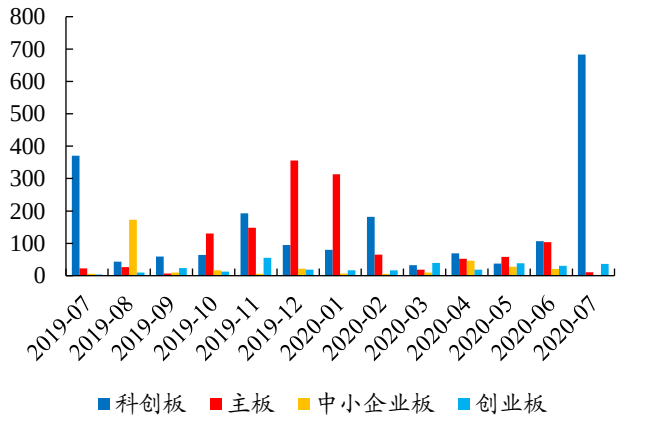
截至 2020 年 7 月 17 日，科创板开市近一周年以来共实现 130 家科创公司上市，明显高于主板/中小板/创业板的 52/31/61 家。融资额方面，开市一年内科创板共实现首发募资 2015.2 亿元，同期主板/中小板/创业板分别为 1324.3/349.3/319.8 亿元。可见，自 2019 年 7 月正式开市以来，科创板不仅在一年内实现了从 0 到 1 的突破，并且目前已成为企业上市融资的重要渠道。

图1：科创板首发上市公司数量多于传统 A 股（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：科创板首发募资额高于传统 A 股（亿元）

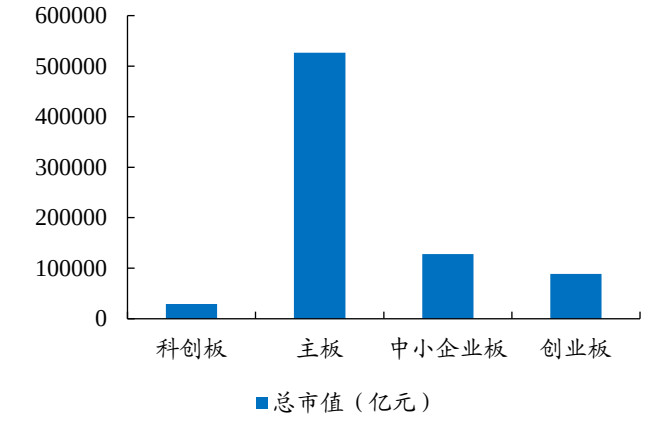


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 科创板上市首日涨幅保持较高水平，实现有序扩容

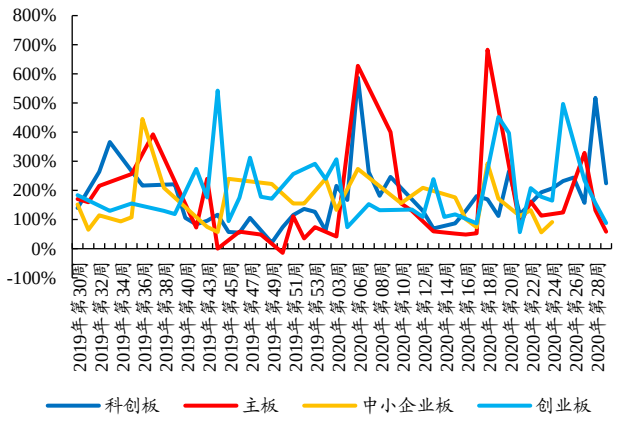
截至 2020 年 7 月 17 日收盘，科创板总市值为 2.9 万亿元，主板/中小板/创业板分别为 52.6/12.8/8.9 万亿元，科创板总市值规模已经是创业板的 32.5%。科创板规模快速扩容的同时，运行情况保持平稳，开市以来科创公司上市首日平均涨幅为 162.7%，同期主板/中小板/创业板新股的平均开板涨幅为 199.5%/162.3%/211.8%，科创板上市首日涨幅同样较高。另外，从周度数据看，科创板周度上市首日平均涨幅基本大于 100%，且近几周平均涨幅显著高于主板/中小板/创业板的平均开板涨幅。这表明在科创板保持较快的发行节奏的同时，二级市场表现出了良好的承接能力，科创板成功实现了有序扩容。

图3：科创板总市值已超过创业板的 30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：科创板上市首日涨幅基本与传统 A 股持平

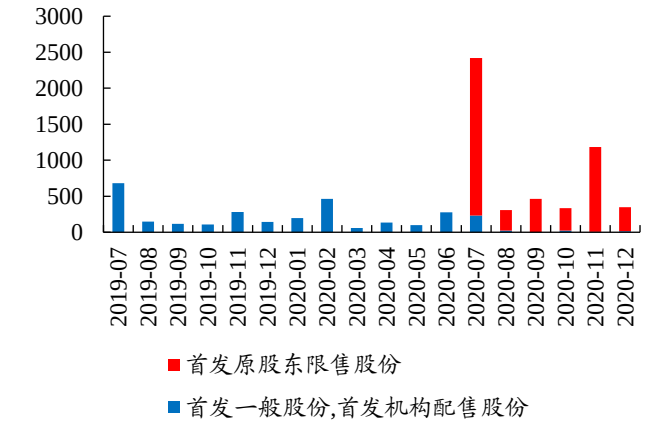


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 下半年解禁高峰来临，从创业板经验看科创板的首次“大考”

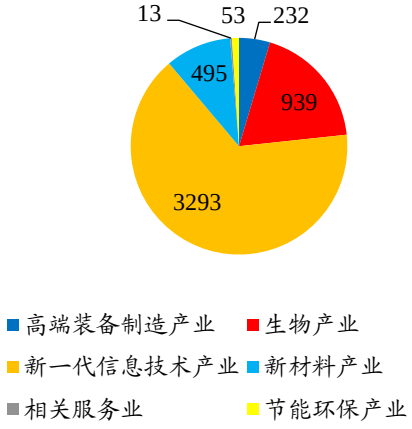
2020 年下半年科创板将迎来解禁高峰，预计共有 5024.6 亿元市值的限售股在下半年陆续解禁，其中仅 7 月 22 日一天解禁市值便高达 2184.5 亿元，是科创板总流通市值 4453.4 亿元的 49.1%。下半年解禁股结构中，94.4%均为首发原股东限售股份，其余为首发一般股份或机构获配股份。行业结构看，下半年科创板解禁的市值主要集中在信息技术产业，占解禁总市值的 65.5%。

图5：下半年科创板迎来解禁高峰（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：下半年解禁市值集中在电子和计算机行业（亿元）

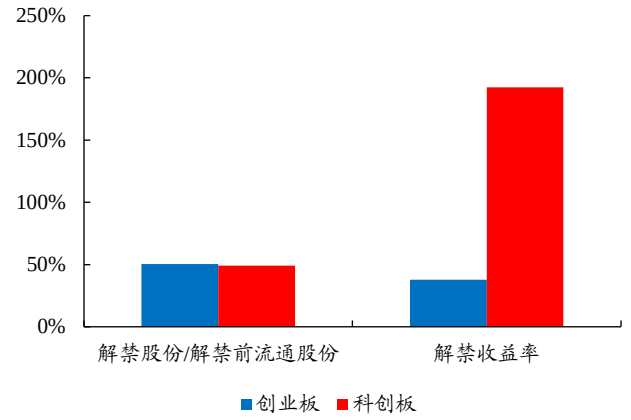


数据来源：Wind、开源证券研究所

借鉴创业板经验，我们认为此轮解禁短期对科创板形成一定的情绪和流动性压力，但影响时间较短且实际冲击有限。2009 年创业板正式开板，2010 年 11 月 1 日迎来解禁高峰，首批 28 家创业板公司当日解禁股数平均占解禁前流通股数的 50.3%。通过行情复盘，我们发现大额解禁后几天（11 月 1 日至 11 月 3 日）创业板表现确实明显弱于万得全 A，但这一影响的持续时间很短。在大额解禁后的一周（11 月 8 日）开始，创业板便显著跑赢万得全 A。与首批创业板公司解禁相比，我们认为此次解禁短期也将给科创板带来考验，主要因为：（1）本次科创板解禁市值占流通市值的 49.1%，与当时创业板的 50.3%基本相当；（2）本次科创板解禁股份的持股浮盈高达 192.4%，远远高于当时创业板的 37.9%，创投等资本解禁后获利了结的动力更强。不过，借鉴创业板经验，此次科创板解禁除了对投资者情绪层面上的影响，其实际冲击有望在很短的时间内被消化，中长期并不会影响板块原有的上升趋势。另外，科创板已创新

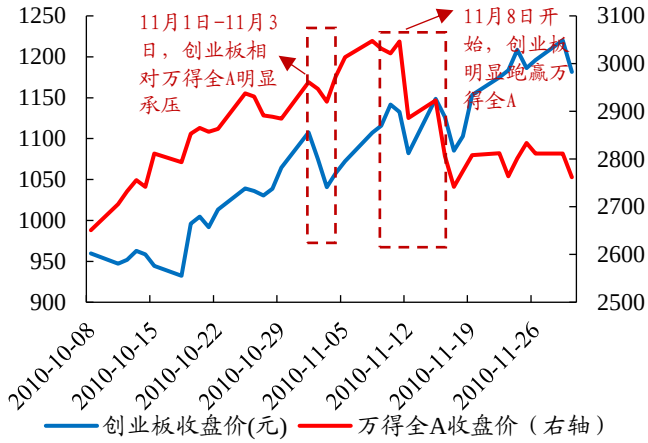
性推出了询价转让和配售等老股东退出机制，有望缓解解禁对二级市场的压力。综合而言，我们认为科创板能够顺利通过此次“大考”。

图7：预计科创板也将面临较大的解禁压力



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据日期：创业板为 2010 年 11 月 1 日，科创板为 2020 年 7 月 17 日

图8：创业板解禁压力持续时间短暂



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 坚守科创板定位，注册制改革“试验田”硕果累累

2.1、 已上市公司科创属性强，充分体现科创板定位

科创板自设立以来便具有鲜明的差异化定位，即“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企业”。科创板开市一年来，虽然上市公司数量保持较快增长，但以证监会和上交所制定的科创属性指标衡量，科创板的科创成色保持较高的水平。

表1：证监会和上交所明确的科创属性评价“3+5”指标

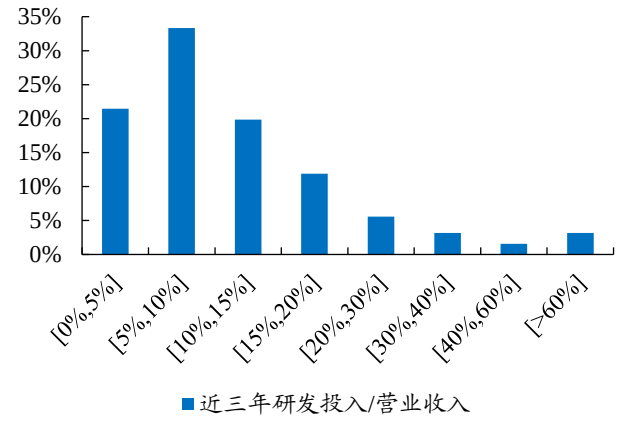
3 项常规指标	5 种例外情形
（一）最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入比例 5%以上，或者最近 3 年研发投入金额累计在 6000 万元以上；其中，软件企业最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入比例 10%以上；	（一）拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者对于国家战略具有重大意义；
（二）形成主营业务收入的发明专利（含国防专利）5 项以上，软件企业除外；	（二）作为主要参与单位或者核心技术人员作为主要参与人员，获得国家自然科学奖、国家科技进步奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于主营业务；
（三）最近 3 年营业收入复合增长率达到 20%，或者最近一年营业收入金额达到 3 亿元。采用科创板第五类上市标准申报科创板发行上市的发行人除外。	（三）独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的“国家重大科技专项”项目；
	（四）依靠核心技术形成的主要产品（服务），属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代；

3 项常规指标	5 种例外情形
	（五）形成核心技术和主营业务收入相关的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上。

资料来源：证监会、上交所、开源证券研究所

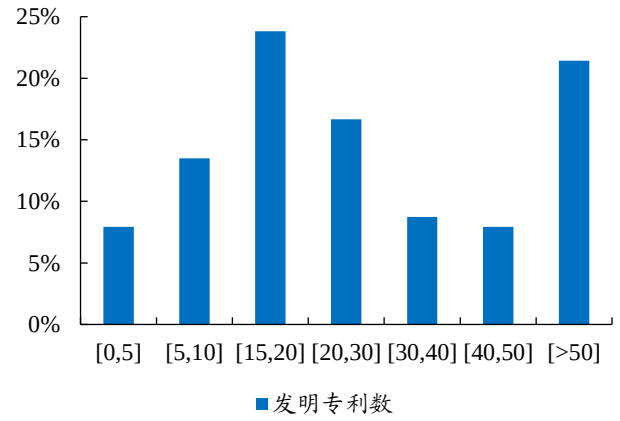
从研发水平看，科创板上市公司近三年研发投入占营收比例的均值为 13%，其中 79%的科创板公司的这一比例大于 5%。另外科创板上市公司平均拥有 103 项发明专利（剔除中芯国际后为 58 项），其中 92%的公司拥有多于 5 项的发明专利数量。从成长性看，科创板 2017-2019 年收入 CAGR 为 28.7%，利润 CAGR 高达 51.9%，成长性表现突出。行业分布方面，科创板上市公司均属于 6 大战略性新兴产业，其中新一代信息技术、生物产业和高端装备制造业分布家数最多，分别占比 39.2%、23.1%和 17.7%。

图9：科创板近三年研发投入占营收比重较高



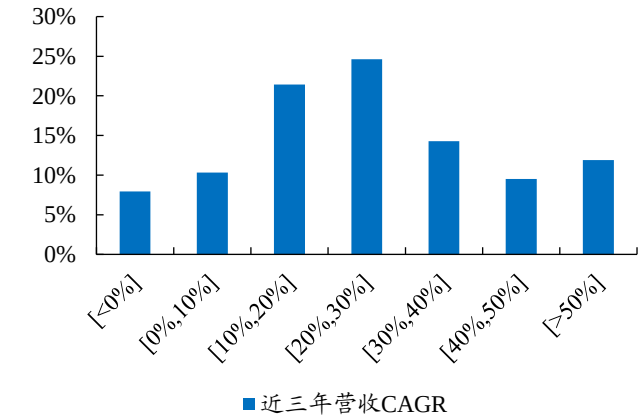
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：大部分科创板上市公司发明专利数大于 5 项



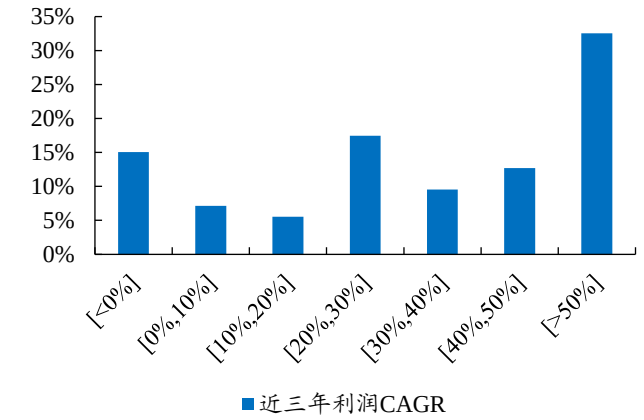
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：科创板近三年收入复合增速较快



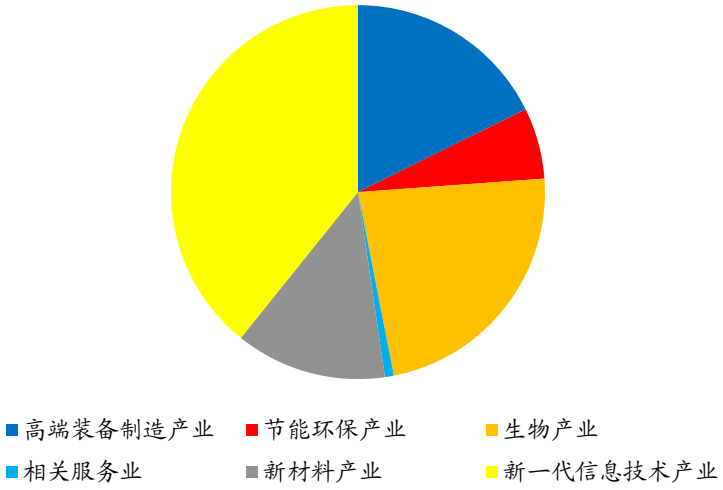
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：科创板近三年利润复合增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：科创板上市公司均属于 6 大战略性新兴产业



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 科创板制度创新频出，注册制改革“试验田”成果丰硕

科创板运行一年来，这块注册制改革的“试验田”在不断进行着各种探索，并已在制度创新方面结出累累硕果：（1）发行与上市制度方面，作为首个试点注册制的 A 股板块，科创板上市标准更具包容性，且随后针对具有差异表决权安排（特殊表决权）的企业和红筹企业制定了针对性指标，以更好地服务优质科创公司。另外，科创板网下首发询价机制充分市场化且仅限专业机构投资者参与，以更好地发现公司价值。为了保障上市后股价的稳定，同时完善或引入了战略配售、保荐跟投和超额配售选择权等配套制度；（2）交易制度方面，科创板提高了个人投资者开户门槛，并将每日涨跌幅上限调整为 20%且上市前 5 个交易日无涨跌幅限制，有利于促进资本市场和投资者更成熟；（3）再融资制度方面，科创板取消增发的盈利条件以与上市标准更好地匹配，同时增设小额快速融资简易程序，以提高企业融资效率和便捷性；（4）退出机制方面，科创板创新性地提出询价转让和配售制度，为上市前股东尤其是创新资本的退出提供了多元化、更灵活的渠道。这些制度的创新，有利于科创板更好地服务科创企业，为科创板的平稳高效运行提供支撑，也为创业板等其他板块的改革积累了宝贵经验。

表2：科创板在不同层次制度方面均作出了重要创新

制度分类			科创板主要创新
发行与上市制度	上市市值与财务指标	（1）	针对一般性公司制定了五套上市标准，允许满足条件的未盈利甚至无收入企业上市；
		（2）	针对具有差异表决权安排的企业制定特别上市标准；
		（3）	针对红筹企业制定特别上市标准。
	发行定价机制	（1）	采用完全市场化的询价机制，询价对象资格限定为七类专业机构投资者；
		（2）	与传统 A 股相反，科创板配售大幅向网下尤其是 A 类投资者倾斜。
	发行配套机制	（1）	战略配售：大幅放宽战略配售门槛；明确可参与战略配售对象和数量；允许上市公司高管和核心员工参与；
		（2）	保荐跟投：科创板在 A 股中首次引入保荐跟投制度，强制保荐机构相关子公司进行规定比例的 IPO 跟投；
		（3）	“绿鞋机制”：对行使“绿鞋机制”不设门槛。

制度分类		科创板主要创新
交易制度	个人投资者开户门槛	前 20 个交易日证券账户及资金账户日均资产不低于 50 万元。
	涨跌幅限制	上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，其后涨跌幅限制为 20%。
再融资制度	增发	增发条件取消盈利要求，但要求募资应投资于科技创新领域的业务。
	小额快速再融资	新增小额快速再融资适用简易程序的相关要求及审核周期。
退出机制	询价转让制度	（1）针对持有科创板公司首发前股份的股东，新增询价转让的退出方式，受让方为专业机构投资者； （2）单独或者合计拟转让的股份数量不得低于科创公司股份总数的 1%； （3）转让价格不得低于发送认购邀请书之日前 20 个交易日科创公司股票交易均价的 70%。
	配售制度	（1）除了询价转让，科创板还新设了配售方式实现老股东退出，实施条件为单独或合计拟减持首发前股份数量达到公司股份总数的 5%； （2）参与配售的对象为科创公司其他股东； （3）配售价格由参与配售的股东协商确定，但不得低于配售首次公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 70%。

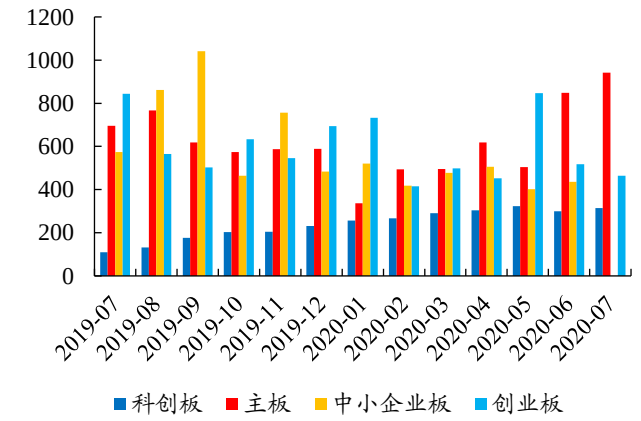
资料来源：证监会、上交所、开源证券研究所

3、 充分发挥科创板融资定价功能，投资者共享科创红利

3.1、 科创公司上市融资更高效灵活，市场化定价充分发现企业价值

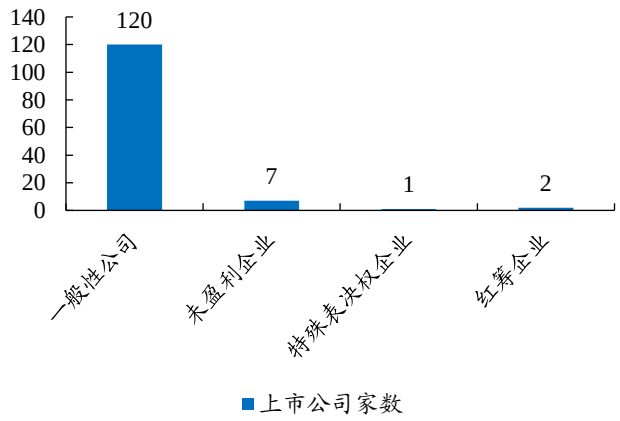
注册制下，科创板发行上市以信息披露为核心，上市审核效率显著高于核准制下的传统 A 股，大大提高了上市公司融资效率。2019 年 7 月 22 日至 2020 年 7 月 17 日，科创板公司从受理到上市平均用时 227 天，明显低于主板/中小板/创业板的 635/573/569 天。另外，科创板上市标准更灵活，尚未盈利的成长期公司、具有差异表决权安排的企业以及红筹企业符合相关条件后均可在科创板上市。目前科创板已上市的 130 家企业中，尚未盈利的公司 7 家、特殊表决权的公司 1 家、红筹企业 2 家科创板的包容性使这些公司的上市成为可能。

图14：科创板从受理到上市时间显著短于传统 A 股（天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：特殊类型的公司成功实现科创板上市（家）

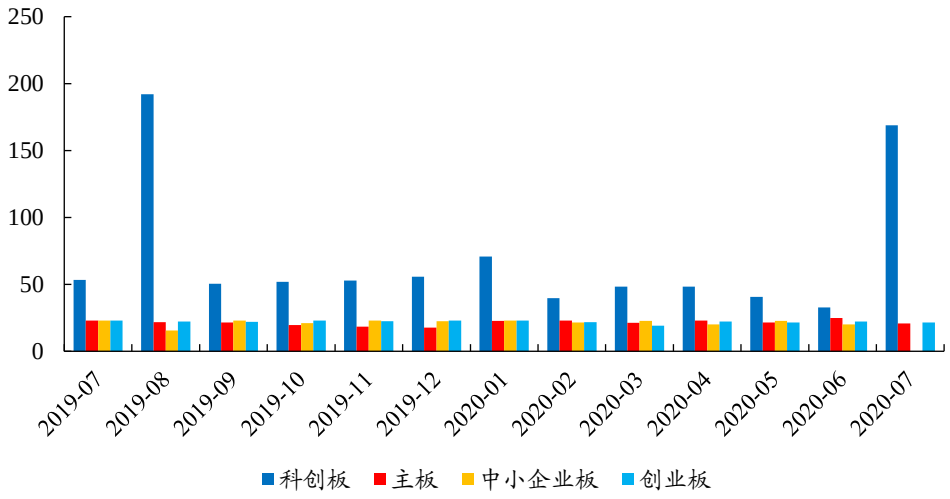


数据来源：Wind、开源证券研究所

对科创公司而言，科创板除了能更高效灵活地上市融资，在首发定价方面也比传统 A 股更有吸引力。首先，由于科创板上市标准灵活多样，决定了发行定价环节需要采用 PE、PS、现金流贴现甚至市值/研发费用等多种估值体系，估值方法更加科学。在此

基础上，科创板首发定价采用完全市场化的询价方式，专业机构投资者可以根据自己的估值模型和专业判断确定理想的价格区间，并通过充分博弈使最终发行价得以充分反映市场的主流预期，同时也更好地反映公司的实际价值。在多元化估值体系和市场化询价机制的结合下，科创板定价能力更为有效，其首发估值较传统 A 股有明显突破。目前 130 家科创板已上市公司平均首发市盈率为 66 倍，而主板/中小板/创业板的平均首发市盈率仍然维持在 23 倍附近。

图16：科创板首发市盈率显著高于传统 A 股



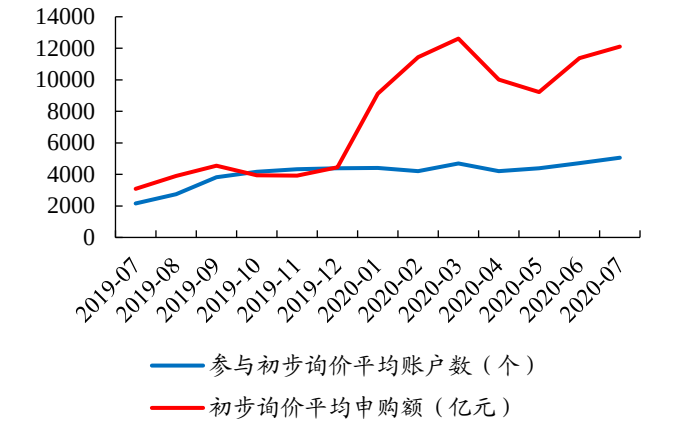
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 各类投资者积极参与科创板投资，共享科创企业成长红利

科创板上市公司均属于六大战略新兴产业，一定程度上代表着我国经济转型升级的方向，财务指标上也表现出较高的成长性，因此对各类投资者具有较大的吸引力。不过，不同类型投资者参与科创板投资的侧重点有所区别。

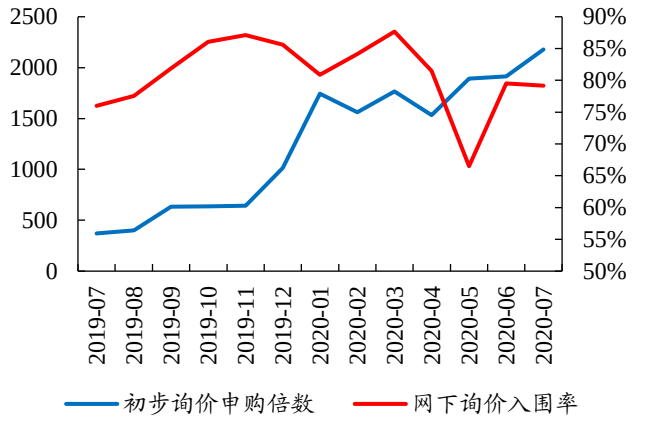
对于机构投资者而言，参与科创板投资主要有打新和二级市场交易两种方式。由于科创板首发配售大幅向网下专业机构投资者倾斜，叠加较高的上市首日涨幅及发行规模，使得科创板网下打新收益十分可观，为基金产品提供了不俗的超额收益。2020 年 7 月，参与科创板网下询价的账户数平均为 5058 个，是 2019 年 7 月科创板刚开市时 2157 个的 2.3 倍。科创板平均单只新股网下初步询价申购额则从 2019 年 7 月的 3083 亿元大幅提高至 2020 年 7 月的 12101 亿元，增幅接近 300%，可见机构参与科创板网下打新的热情持续高涨。随着机构参与程度的大幅提高，科创板询价环节博弈程度越来越激烈，报价入围难度显著增加。2020 年以来，科创板网下有效报价申购比例（入围率）持续下降，由 1 月份的 80.9%最低下滑至 5 月份的 66.5%。激烈博弈的背后，是可观的打新收益。根据我们的测算，科创板开市一周年以来，分别为 1 亿产品规模的 A/B/C 类投资者创造累计打新收益率 26.35%/25.01%/21.69%。

图17：参与科创板询价账户数和申购额大幅增加



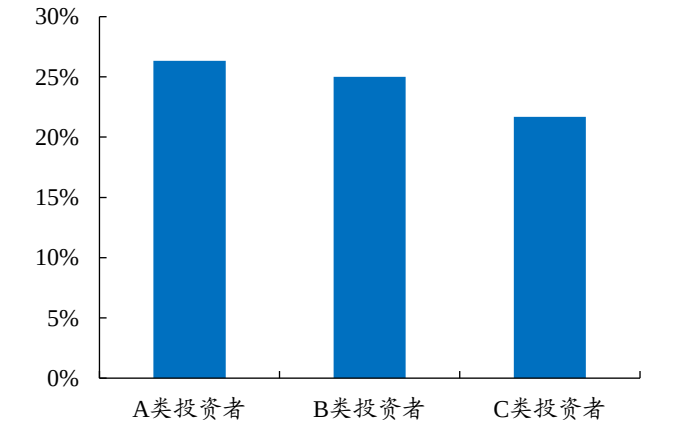
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：科创板报价入围率显著下降



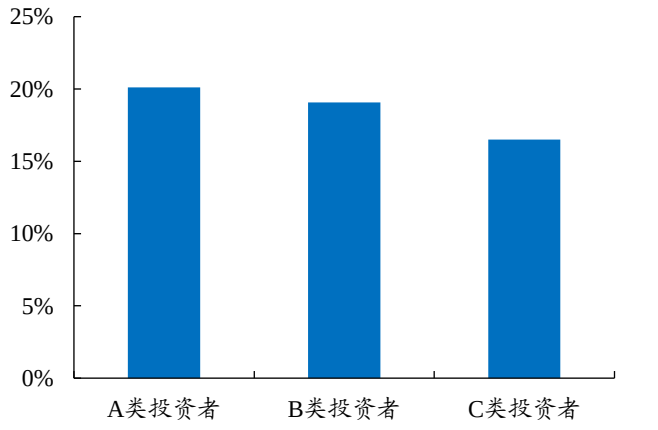
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：1 亿规模产品参加科创板打新累计收益率



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2019/7-2020/7

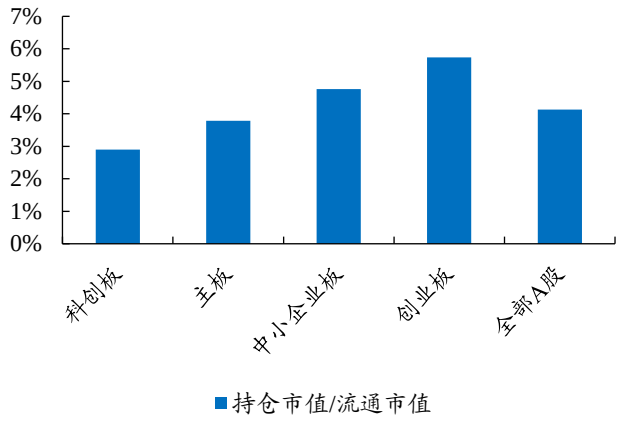
图20：2 亿规模产品参加科创板打新累计收益率



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2019/7-2020/7

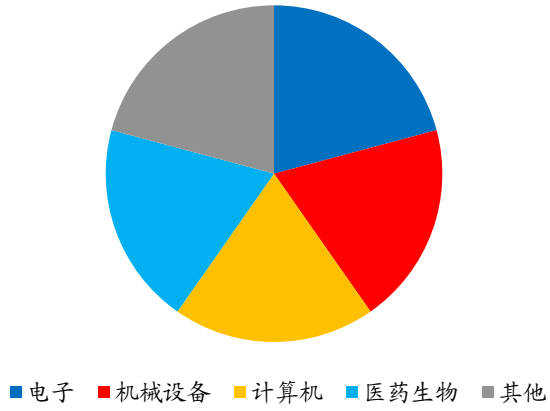
二级市场投资方面，我们对 2019 年底公募基金披露的所有持仓进行了统计，结果显示公募产品持有科创公司总市值为 250 亿元，占科创板流通市值的 2.9%。虽然低于主板/中小板/科创板的 3.8%/4.8%/5.7%，但与主板的持股比例差距较小。另外，2019 年底科创板只运行了不足半年，一些机构对投资科创板仍较谨慎，预计 2020 年以来随着科创板的逐渐成熟，公募持仓占比及参与度继续提高。2020 年以来，已有 5 只科创主题 3 年封闭基金成立，另有南方、博时、富国及万家 4 家基金公司的科创板封闭运作基金已上报证监会。持仓行业结构方面，科创板中电子/计算机/医药生物/机械设备行业公募持股比例最高，分别为 21%/19%/19%/19%。

图21：科创板公募持仓比例与主板相近



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 2019 年 12 月 31 日

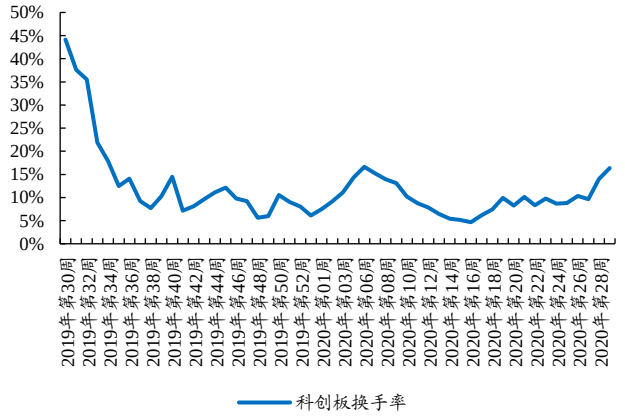
图22：科创板公募持仓行业较集中



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 2019 年 12 月 31 日

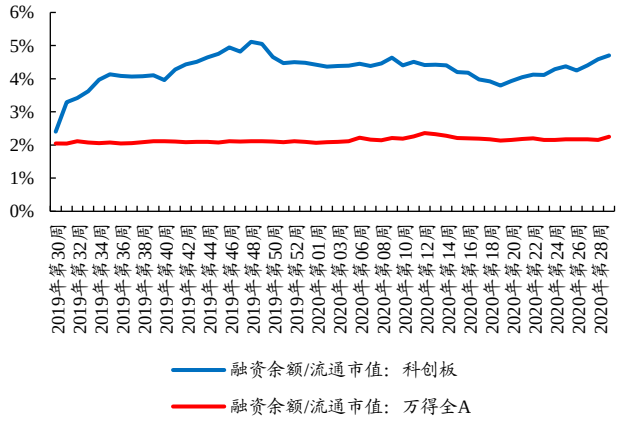
除了公募等机构投资者，个人投资者参与科创板投资的积极性也较高。开市一周年来，科创板的换手率整体维持在 10%左右的水平，且今年 4 月以来换手率呈现持续提高的趋势，最近一周换手率已高达 21%。另外，科创板融资余额也长期维持在较高的水平，最近一周科创板融资余额占流通市值比为 4.7%，万得全 A 的这一比例仅为 2.2%，可见个人投资者参与科创板投资的热情较高。

图23：科创板换手率保持在较活跃水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：科创板融资余额占流通市值比高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 继往开来，科创板经验为深化注册制改革提供宝贵经验

综上，科创板作为 A 股第一个试点注册制的市场，作出了诸多重大的制度创新，并在长达一年的实际运行中不断地对这些制度进行完善，使其更符合科创板定位和资本市场实际需求。证监会主席易会满曾在科创板设立一周年时表示，“科创板改革肩负着两大使命，一是通过资本市场的力量推动经济创新转型，二是用这块‘试验田’推动资本市场基本制度改革。”经过前文的回顾，可以说目前科创板成功肩负起了这两大使命，即在高效地服务科创企业的同时，为存量市场的注册制改革积累了丰富的经验。事实上，从目前已公布的创业板注册制改革文件看，主体的改革思路和举措正是与科创板一脉相承的，而创业板注册制改革的快速推进本身也离不开科创板所积累的经验支持。

表3：创业板注册制改革主要制度与科创板一脉相承

制度类型		创业板（注册制改革后）	科创板主要创新
发行与上市制度	上市市值和财务指标	（1）针对一般性公司制定了三套上市标准，允许满足条件的未盈利企业上市； （2）针对具有差异表决权安排的企业制定特别上市标准； （3）针对红筹企业制定特别上市标准。	（1）针对一般性公司制定了五套上市标准，允许满足条件的未盈利甚至无收入企业上市； （2）针对具有差异表决权安排的企业制定特别上市标准； （3）针对红筹企业制定特别上市标准。
	发行定价机制	（1）采用完全市场化的询价机制，同时保留直接定价机制。采用询价方式定价的，询价对象资格限定为七类专业机构投资者； （2）创业板配售大幅向网下尤其是 A 类投资者倾斜。	（1）采用完全市场化的询价机制，询价对象资格限定为七类专业机构投资者； （2）科创板配售大幅向网下尤其是 A 类投资者倾斜。
	发行配套机制	（1）战略配售：大幅放宽战略配售门槛；明确参与战略配售对象和数量；允许上市公司高管和核心员工参与； （2）保荐跟投：对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业强制实施保荐跟投； （3）“绿鞋机制”：对行使“绿鞋机制”不设门槛。采用超额配售选择权发行证券数量不得超过首次公开发行证券数量的 15%。	（1）战略配售：大幅放宽战略配售门槛；明确参与战略配售对象和数量；允许上市公司高管和核心员工参与； （2）保荐跟投：在 A 股中首次引入保荐跟投制度，强制保荐机构相关子公司进行规定比例的 IPO 跟投； （3）“绿鞋机制”：对行使“绿鞋机制”不设门槛。采用超额配售选择权发行证券数量不得超过首次公开发行证券数量的 15%。
	行业限制	按照证监会行业分类设置了 12 个行业负面清单	必须是七大战略新兴产业
	网下配售锁定	通过摇号抽签或比例配售方式抽取 A+B+C 类投资者中 10%的账户锁定 6 个月。	通过摇号抽签方式抽取 A+B 类投资者中 10%的账户锁定 6 个月。
交易类主要制度	个人投资者开户门槛	前 20 个交易日证券及资金账户日均资产不低于 10 万元。	前 20 个交易日证券账户及资金账户日均资产不低于 50 万元。
	涨跌幅限制	上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，其后涨跌幅限制为 20%。	上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，其后涨跌幅限制为 20%。
	融资融券	上市首日起可以作为两融标的。	上市首日起可以作为两融标的。
再融资制度	小额快速再融资	向特定对象发行融资总额人民币不超过三亿元且不超过最近一年末净资产百分之二十的股票的，适用简易程序。可以先竞价确定发行价格和发行对象后再经董事会审议通过。	新增小额快速再融资适用简易程序的相关要求及审核周期。
退市制度	其他规定	（1）取消暂停上市、恢复上市环节； （2）对交易类退市不再设置退市整理期。	取消暂停上市、恢复上市环节。

资料来源：证监会、上交所、开源证券研究所

5、 风险提示

相关政策调整、市场剧烈波动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835