

# 科创板时代的 A 股估值体系变革

## 华泰科创板系列报告之一

**曾岩** 执业证书编号：S0570516080003  
研究员 021-28972096  
zengyan@htsc.com

**孔凌飞** 执业证书编号：S0570517040001  
研究员 021-28972083  
konglingfei@htsc.com

**藕文** 执业证书编号：S0570517080001  
研究员 021-28972082  
ouwen@htsc.com

**陈莉敏** 执业证书编号：S0570517070003  
研究员 021-28972089  
chenlimin@htsc.com

**张艺露**  
联系人 zhangyilu@htsc.com

**金兴**  
联系人 jinxing@htsc.com

### 相关研究

- 1 《策略：海外楼市调控时期比较研究》2018.11
- 2 《策略：短周期继续回落+中周期仍在回升》2018.09
- 3 《策略：周期的轮回，配置高股息》2018.08

### 科创板承载着变革 A 股的历史使命

我们认为科创板承载着变革 A 股的历史使命。准入、交易等制度的不同，让科创板大概率与现有板块的互补性大于互斥性。随科创板而来的，不仅是优质标的，让投资者得以分享时代增长的红利，而且有望引入良性竞争，通过二级市场资金“用脚投票”，倒逼社会资源优化配置。科创板为实体经济“通渠”，使得支撑经济结构转型升级的科技创新型企业能够在资金的支持下发展壮大，直接融资带来的生产活力，进一步通过盈利与股票市场形成共振。科创板试点的注册制，有望加快 A 股市场发行承销等制度和上市公司估值体系的变革，美国、香港等注册制实行后股票市场阶段性走强。

### 扩容与估值博弈，短期估值可能中枢下沉，中长期有望吸引增量资金

A 股扩容和估值之争由来已久，救市政策之一也往往通过调节控制 IPO、再融资节奏。新板块短期对存量 A 股板块有分流资金的可能性，短期 A 股估值中枢下沉的趋势可能持续，但中长期投资标多元化、上市公司分红回购常态化、交易机制的合理化、投资者保护制度的完善等都有望改善 A 股生态，吸引增量资金入场。一级市场来看，美股、A 股历史上 IPO 暂停或重启都并非决定市场拐点的锚，但二级市场上，美股和 A 股净融资情况有差异，美股净融资为负，上市公司通过分红回购增加股票市场资金供给，从而平衡一级市场融资需求，我们认为 A 股二级市场资金供给有上升空间。

### 科创板上市有望多标准、轻盈利，行业偏重“硬科技”

从纳斯达克和国内可比案例的上市标准来看，我们认为科创板有望在市值、营收、利润、现金流、研发、流动性等指标上进行组合，并弱化盈利标准。参考外股，上市要求较低的纳斯达克资本市场更看重流动性，为难盈利的高新技术企业提供多种选择；参考国内战略新兴板、新三板创新层、CDR 的推行，我们认为以市值、营收等指标组合为核心，同时兼顾流动性、创新程度等的上市标准有望被考虑。在行业方面，考虑到一直以来鼓励高新技术企业的政策导向和时代背景看，我们认为高端装备、人工智能、新材料、生物医药等“硬实力、国产替代”型科技企业有望是科创板重点企业。

### 目标企业多注重科技研发，财务验证滞后，估值方法走向多元化

科创板上市企业可能更偏向于年幼成长期，上市时收入利润微薄甚至亏损，P/E 与 DCF 估值方法或将失效，此类情况下我们倾向采用 P/S、P/B、P/研发支出与其他面向新兴行业的特有方法进行估值。另一方面，处于年幼成长期的公司面临较大的不确定性，甚至所处行业也具有较大不确定性，估值可能更多参考行业属性、研发和未来发展预测，往往变量较多，估值难度较大。例如，创新药企具有研发周期长、新药进入商业期前无收入利润、新药能否上市与上市后销量不确定性较高等特点，所以其 IPO 估值需要结合研发成本、所处研发周期、药品上市成功率、未来峰值销量等因素。

### 吸引第一梯队新兴企业上市是实现资本市场健康发展必须手段

从美国、台湾、香港等国家或地区实施注册制改革前后，科技股估值先提升后回落、最终长期上升的经验来看，建立有效筛选第一梯队新兴企业的上市制度有望在辅助新兴产业发展的同时提升资本市场对投资者的吸引力、分享优质企业成长红利，形成资本与实业发展的互相反哺、良性循环。反之，资本市场筛选标尺的错位也可能使实业错失发展良机，诱发资本市场出现“柠檬效应”，投资者无法逆周期参与优质企业的低估值投资机会。

风险提示：企业盈利增速下降幅度超预期；中美关系压力进一步增大；美股波动导致的全球风险市场联动波动。

## 正文目录

科创板承载着变革 A 股的历史使命 .....	4
科创板引入注册制，海外注册制推行后股市阶段性走强 .....	6
扩容与估值博弈，短期估值中枢可能下沉，中长期有望吸引增量资金 .....	10
科创板上市有望轻盈利指标，估值考量科技硬实力 .....	14
从海内外板块看企业在科创板上市可能面临的门槛 .....	14
科创板上市企业如何进行估值？ .....	16
估值创新案例 .....	17
创新药企业——信达生物 .....	17
在线视频平台——爱奇艺、奈飞 .....	19
高端制造类企业——蔚来、特斯拉 .....	19
比较研究：注册制可能给市场带来哪些变化？ .....	21
美国：行业属性和持股集中度对估值影响提升 .....	21
香港/台湾：“双重存档制”下科技股估值溢价比“单一注册制”更高 .....	22

## 图表目录

图表 1：境外上市的部分优质科技成长型标的增速对比 .....	4
图表 2：中概股行业个数占比 .....	4
图表 3：中概股行业市值占比 .....	4
图表 4：银行“存款增速-贷款增速”之差持续下行 .....	5
图表 5：美国以直接融资为主，间接融资占比较小 .....	5
图表 6：中国以间接融资为主，直接融资占比较小 .....	5
图表 7：美国/中国香港/中国台湾注册制对比 .....	7
图表 8：美国道琼斯工业指数收盘价（1925 年-1940 年） .....	8
图表 9：香港主板收盘价（2000 年-2009 年） .....	8
图表 10：台湾证交所加权价格指数收盘价（1975 年-1987 年） .....	8
图表 11：台湾证交所加权价格指数收盘价（2000 年-2007 年） .....	8
图表 12：我国发行制度变革和新板块推出背景下市场表现 .....	9
图表 13：注册制与核准制对比 .....	9
图表 14：A 股与香港、台湾和美国的交易制度对比 .....	10
图表 15：美国 IPO 发行与标普 500 指数走势比较 .....	10
图表 16：A 股 IPO 发行家数与上证综指走势比较 .....	10
图表 17：美国纳斯达克+纽交所上市公司资金反哺市场 .....	11
图表 18：中国 A 股市场上市公司从 A 股融资 .....	11
图表 19：美国纳斯达克板块推出（1971 年 2 月 8 日）主板涨跌幅变化 .....	11
图表 20：英国创业板推出（1995 年 6 月 19 日）主板涨跌幅变化 .....	11
图表 21：创业板推出（2009 年 10 月 23 日）其他板块的涨跌幅变化 .....	12
图表 22：新三板推出（2013 年 12 月 31 日）其他板块的涨跌幅变化 .....	12

图表 23: 美国资本市场结构呈现“正金字塔”型 .....	12
图表 24: 我国资本市场结构呈现“倒金字塔”型 .....	12
图表 25: 美国纽交所+纳斯达克精选市场各行业市值占比变动情况 .....	13
图表 26: 新加坡行业市值占比变动情况 .....	13
图表 27: A 股市值占比 .....	13
图表 28: 纳斯达克全球精选市场-财务标准 .....	14
图表 29: 纳斯达克全球精选市场-流动性标准 .....	14
图表 30: 纳斯达克资本市场上市标准 .....	15
图表 31: 新三板创新层挂牌标准 .....	15
图表 32: CDR 方式发行公司的上市标准 .....	15
图表 33: 历年重要政策支持的高新技术产业 .....	16
图表 34: A 股 IPO 定价对估值 .....	16
图表 35: 我们预计科创板目标企业更多使用年幼成长阶段估值方法 .....	17
图表 36: 近两年联交所、纳斯达克上市的尚未盈利的 8 家创新药公司 .....	18
图表 37: 综合两种估值方法, 使用 P/S 的结果与爱奇艺 IPO 发行价较为接近 .....	19
图表 38: 经比较发现, PB 与公司实际询价区间最为接近 .....	19
图表 39: 特斯拉 PB 区间为 8-10x .....	20
图表 40: 特斯拉 P/研发投入区间为 30-50x .....	20
图表 41: 美国行业竞争力演变 .....	21
图表 42: 美国持股集中度较低的板块对应的年化涨幅排名高于持股集中度较高的板块 .....	21
图表 43: 香港(台湾)的双重存档制(单一注册制)对市场估值影响分析 .....	22
图表 44: 台湾单一注册实施前后, 科技指数相对价值型指数 PE 上升后快速回落 .....	22
图表 46: 香港双重存档制实施前后, 科技指数相对价值型指数 PE 上升 .....	23
图表 47: 香港双重存档制实施前后, 科技指数相对价值型指数 PCF 持续上升 .....	23
图表 48: 2006 年台湾实行单一注册制改革前后, 科技股指数相比价值型指数平均市值先快速上升后回落 .....	23
图表 49: 2003 年 4 月香港实行双重存档制前后, 科技股指数相比价值型指数平均市值先上升后回落 .....	24
图表 50: 2003 年 4 月香港实行双重存档制前后, 科技股指数相比价值型指数平均市值先上升后回落 .....	24

## 科创板承载着变革 A 股的历史使命

我们认为科创板承载着变革 A 股的历史使命，科创板的到来，不仅为市场引入良性竞争，而且通过资金“用脚投票”倒逼社会资源优化配置。经济结构转型升级的科技创新型企业得以在资金的支持下发展壮大，实体经济融资方式不再过度依赖顺周期的表内信贷，直接融资带来的生产活力，通过盈利与股票市场股价形成共振。伴随科创板而来的注册制，有望带来 A 股市场发行承销制度和上市公司估值体系的变革，增加股票研究的壁垒，从而加速股票市场机构化进程。

## 科创板引入良性竞争，让我们不再错失时代增长的红利

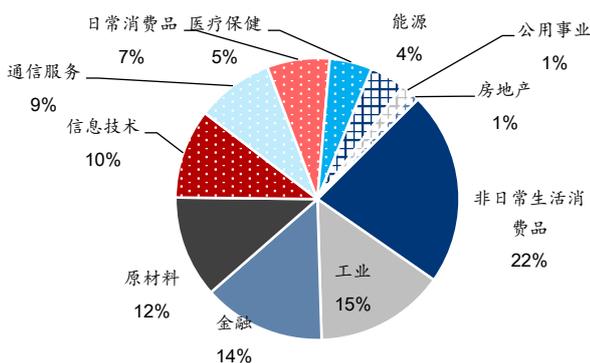
2001年3月我国开始推行“核准制”，监管部门对财报的披露情况、发行人资产质量、投资价值、社会效益等作出综合考量，先后由证监会、发审委针对公司上市申请进行审核和反馈，一般耗时较长（6个月）且对盈利能力有较高要求，诸多政策制约将2000年以来正处快速成长期的科技公司拒之门外。截至2019年1月14日，中概股共355只，总市值1.6万亿美元，其中消费品和TMT占比较大。2004年6月，腾讯登陆港交所，2004年至2018年，市值CAGR达50%，同期A股年市值CAGR仅6%，“核准制”的部分限制条件使A股错失互联网一代高速增长的红利。我们认为科创板有望为A股供给更多优质公司，不仅引入更多良性竞争，而且通过二级市场资金“用脚投票”，倒逼社会资源优化配置。

图表1：境外上市的部分优质科技成长型标的增速对比

公司名称	所属 GICS 行业	上市时间	上市市值 (十亿美元)	最新市值 (十亿美元)	上市以来年复合增速 (%)	同期 A 股年复合增速 (%)
腾讯	通信服务	2004-06-16	0.89	372.59	49.72	5.98
微博	通信服务	2014-04-17	4.05	13.01	26.29	12.01
携程网	非日常生活消费品	2003-12-09	0.52	14.63	24.99	6.21
百度	通信服务	2005-08-05	3.96	55.28	22.48	8.88
阿里巴巴	非日常生活消费品	2014-09-19	231.44	352.53	8.78	9.77

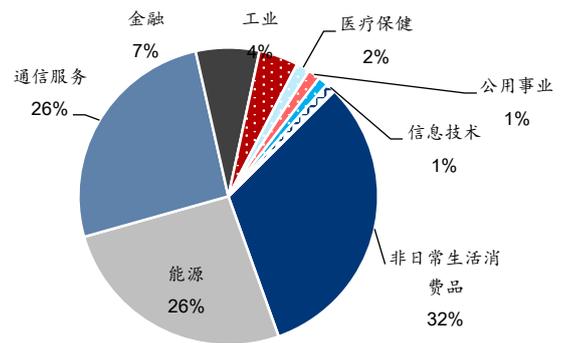
资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：最新日期截至2019年1月14日；上市以来年复合增速：标的上市以来市值复合增速；同期A股年复合增速：全A中属于非日常生活消费品和通信服务行业市值中位数的复合增速

图表2：中概股行业个数占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至：2019年1月14日

图表3：中概股行业市值占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至：2019年1月14日

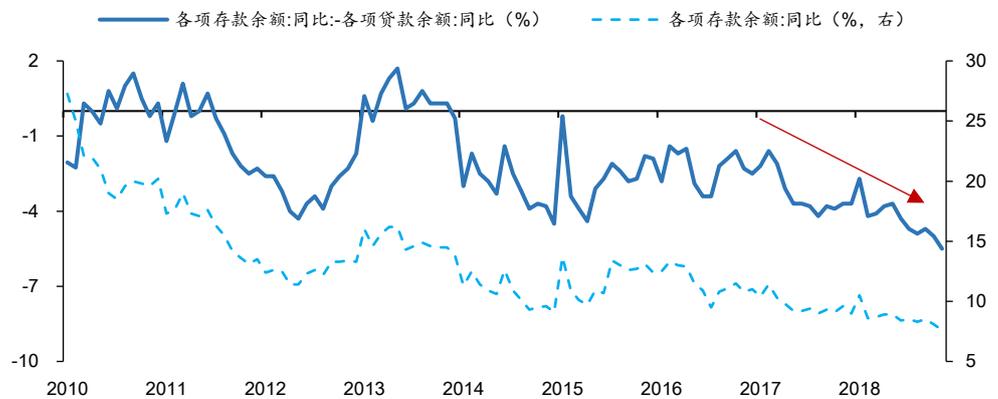
## 科创板优化实体经济融资结构，为企业直接融资“通渠”

2018年11月5日，中国进出口博览会上，上海证券交易所正式提出“将尽快设立科创板并试行注册制”；2018年12月19日-21日，中央经济工作会议指出要尽快落地“科创板并试点注册制”，随后证监会、上交所纷纷将其列为2019年首要任务。我们认为科创板有望带来实体经济融资途径的结构优化：即从过度依赖信贷投放融资，往股权和债券融资的方向倾斜。经济转型升级需要依靠科技创新型企业形成支撑经济运行的新动力，科创板将

发挥为科技创新型企业直接融资的重要职能。2017年起我国人民币“存款增速-贷款增速”之差持续下行，受到实体有效需求放缓、居民储蓄率降低等因素的限制，信贷放量的局限增加。此外，经济结构转型背景下新兴产业融资风险较高，而银行投资具有顺周期性，风险偏好的错配让间接融资空间受限。我们认为与发达国家相比，我国实体经济过度依赖信贷是融资环境难以改善的症结所在。

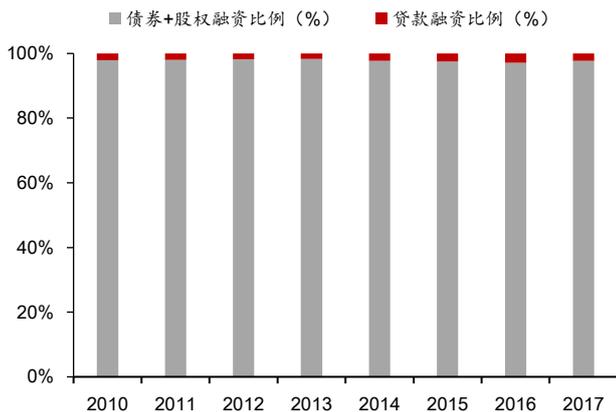
我们认为未来我国实体经济融资结构有望与美国等成熟市场靠拢。我们选取“美国非金融企业部门金融资产中债券和股权基金资产占比”作为衡量直接融资情况的指标，用“美国非金融企业部门金融资产中的贷款占比”作为衡量间接融资情况的指标；中国采用“社融中企业债券和非金融企业境内股票融资占比”作为研究直接融资的指标，用“新增人民币贷款累计值占比”作为研究间接融资的指标。截至2018年11月，我国间接融资占比达84%，直接融资占比仅14%；而美国直接融资稳定在15%左右，间接融资占比相对较小（不足1%）。

**图表4： 银行“存款增速-贷款增速”之差持续下行**



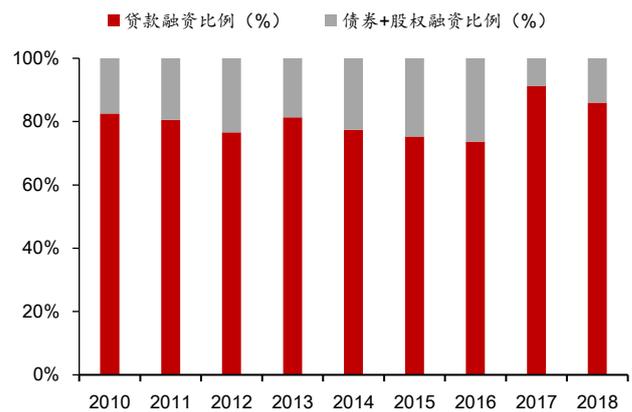
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表5： 美国以直接融资为主，间接融资占比较小**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表6： 中国以间接融资为主，直接融资占比较小**



资料来源：Wind，华泰证券研究所，截至2018年11月

2018年12月19日-21日，中央经济工作会议上指出“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。”时隔五年，再次提出“提高直接融资比重”。我们认为科创板将承担为企业直接融资“通渠”的重要职责，同时优化的融资结构为企业融资解渴，缓解企业融资难、融资贵的困境。

## 科创板引入注册制，海外注册制推行后股市阶段性走强

### 美国：注册制的发源地与最佳范本

1934年《证券交易法》确定了SEC负责证券发行注册审查工作，对于境内进行IPO的公司如果既不符合《资本市场促进法》的联邦优先管辖范围，又不符合相关州的注册豁免规定，则需要SEC和州双重审查。SEC收到发行人提交的注册申请书—>公司融资部—>专家审核小组（包括资深律师、会计师和对口行业专家等）—>出具意见函—>修改补正—>通过/否决，以达到事实的充分披露。如今高度市场化的美国IPO注册制是在百年博弈和反复试错中形成，在政治、经济和文化的打磨下，衍生出一套多元化的配套制度体系：审慎尽职的中介机构；规范成熟的机构投资者；严格执行的退市标准和灵活的转板机制；追究到底的诉讼机制和行政执法等。

### 中国香港：注册制+核准制并行

与美国不同，香港股票发行和上市是合二为一且双重审核制度完全并行。其中，联交所起主导作用，证监会仅对公司的信息披露进行原则性的形式审核。主要过程为：申请人提交申请书—>联交所审核，证监会存档—>联交所对发行公司盈利指标、市值+收入指标、市值+收入+现金流指标（满足一类即可）、公司治理和股权结构等进行实质审核，证监会对信息披露情况进行形式审核。

### 中国台湾：核准制向注册制成功转轨

1983年前，台湾对于初创市场主要采取单一核准制，市场发展极度缓慢；随后引入发行审核注册制，并于2006年全面转向注册制。主要过程为：上市申请书—>审核机构的承办人员—>审议委员会—>董事会—>行政院下金融监督委员会。

图7：美国/中国香港/中国台湾注册制对比

	注册制起源-美国	注册制+核准制并行-中国香港	核准制向注册制转变-中国台湾
<b>注册制时间</b>	1933年	2003年	1983年、2006年
<b>政策的制定</b>	1933年《证券法》规定：信息披露是股票发行登记制度的基础。公开发行证券的公司需要提交注册上市申请书给 SEC 进行申请，注册上市申请书需包含与投资相关的所有信息，公司在注册生效后才能正式取得发行资格。	《上市事宜谅解备忘录》(2003年4月1日生效)：香港证监会与香港联交所规定双重存档制度，所有上市申请人及上市公司均由联交所和证监会提交上市申请及信息披露材料以作存档。	2006年1月11日修订《证券交易法》第22条规定：有价证券之募集及发行，除政府债券或经主管机关核定之其它有价证券外，非向主管机关申报生效后，不得为之。发行审核已由核准制全面过渡到注册制。
<b>修订</b>	1934年《证券交易法》极大地扩大了 SEC 的权力，要求所有自律组织制定的新规则都必须经有 SEC 批准才能得以实施； 1956年《联邦证券法典》拟定各类注册申请表的范本，以供各州在证券发行审核中使用。 1996年《资本市场促进法》SEC 有权实施特殊豁免注册情况； 1940年《投资者公司法》、1996年《全国证券市场改善法》、2002年《统一证券法》中均规定某些证券发行被豁免于州的审核而仅由联邦专属管辖。	《证券及期货条例》规定香港证监会（实质审核）有权对证券上市申请进行审核并对证券发行人监管；《上市规则》和《公司条例》规定联交所对证券发行进行审核（形式审核）：香港证监会通过监督联交所是否依法行使审核权间接地履行证券发行上市的监管职能，同时还拥有法定的调查及执法权，以及核准决定的最终否决权。	1960-1980:单一核准制 1960年台湾成立证券管理委员会； 1961年《证券商管理办法》，台湾证券交易所成立；1963-1968年，将柜台交易的证券强制在交易所上市； 1980-2006:核准制与注册制并行 1968年《证券交易法》；1983年修改-引进发行审核注册制，台湾证券发行由单一核准制转向核准制与注册制并行。 1995年改革承销制度，将公开申购制度转变为公开申购与竞价拍卖相结合。 2006年1月11日：单一注册制 修订《证券交易法》第22条规定
<b>落地情况</b>	<b>联邦与州双重监管</b> 联邦：注册系统不理想，提交20天内自动生效，SEC一旦提出问题，需要提交修正案或者补充材料，进一步产生20天限制。州级：实质性审查。《证券法修正案》解决了联邦和州管辖权重叠的一些问题。	<b>审核制和注册制并行</b> 不同于美国的监管协调制度，核准制与注册制在审核香港发行的证券时，是完全并行且重复的。在取舍核准制与注册制时更为倾向核准制，其制度设计是以注册制做先行审查，并以核准制做把关审查。	<b>四轮审核</b> 公司首先向台湾证券交易所提出上市申请，先后需要经过审核机构的承办人员、审议委员会、董事会及行政院下金融监督委员会四轮审核。
<b>市场表现</b>	1929年黑色星期五引发经济大萧条，道琼斯跌幅近9成，1933年《证券法》、1934年《证券交易法》成立独立的 SEC，注册制推出，道琼斯调头上行，扭转颓势。	双重存档制度正式生效后，恒生指数呈现连续加速上涨的趋势，同时港股主板和创业板的平均市盈率均呈现上涨趋势。	核准制与注册制并行时，在制度推行前三个月市场有一定程度的负面反应，但通过3、4个月的消化，三个月就迎来了一波非常大的行情。之后再次改为单一注册制时，市场对新制度已基本不存在负面反应。

资料来源：SEC，香港证监会，台湾证券管理委员会，华泰证券研究所

### 从市场表现看：不同经济背景下，注册制的推出均伴随一轮长牛行情

**美国：**20世纪30年代初，在技术革新的推动下，美国政府推行自由开放的经济政策，投机之风盛行，在盲目投资和缺乏金融调控手段的背景下，供给量远超过需求量，1929年-1932年股市迎来大崩盘，随后罗斯福新政下整顿财政金融、调整工业生产和实行社会救济等多重组合拳，市场信心逐步回暖，1933年注册制加入，开启一段长牛行情。

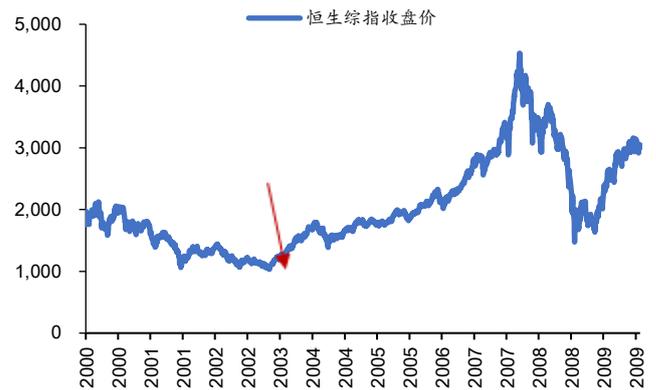
**中国香港：**1998年受亚洲金融危机叠加房地产泡沫，香港经济受到重创，2003年非典爆发，股市持续低迷，在市场底部推出注册制，股市随后调头转上开启新一轮景气周期。

图8：美国道琼斯工业指数收盘价（1925年-1940年）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图9：香港主板收盘价（2000年-2009年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

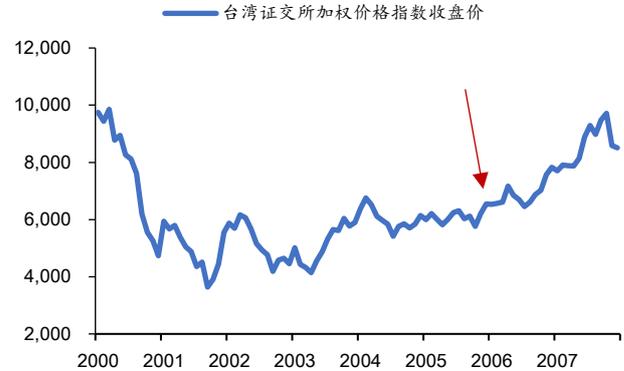
**中国台湾：1979年第二次能源危机爆发，股市开始下行，1982年8月中美发布联合公报，股市陷入最低潮，1983年随着国际景气复苏，台湾迎来经济高速增长，台币大幅升值，且监管部门对炒作无序的市场进行整顿，并允许外资投资股市，在宏观经济一片向好的情况下，台湾当局适时推出注册制，短期内股市虽有高位盘整但随后迎来长达7年的大牛市。2005年经济增速放缓，内部需求不足，外部需求增速下滑，股市长时间处于横盘状态，截至2005年11月台湾股票市场IPO公司仅8家。在低迷的经济环境下，2006年1月全面转向注册制，股市也随之迎来上涨行情，市场消化能力明显得到增强。**

图10：台湾证交所加权价格指数收盘价（1975年-1987年）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图11：台湾证交所加权价格指数收盘价（2000年-2007年）

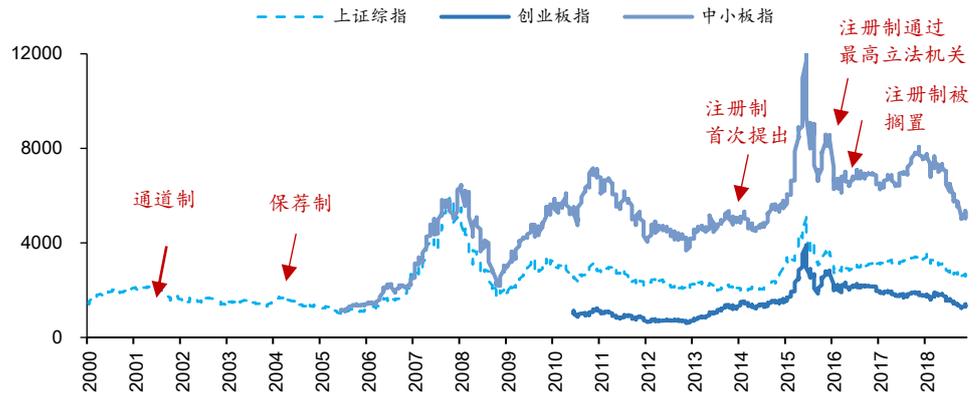


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

### 科创板和注册制有望成为金融改革“试验田”

1990年我国股票市场建立以来先经历了由地方或行业主管部门推荐发行的10年审批制度，2001年3月推行以“通道制”为主的核准制，2004年2月开启“保荐制”至今。由于核准制发行门槛较高，2013年11月首次提出“注册制”概念，2015年积极筹备立法，2016年因市场环境尚未成熟暂被搁浅。

图表12: 我国发行制度变革和新板块推出背景下市场表现



备注: 图中为重要指数收盘价

资料来源: Wind, 华泰证券研究所。

图表13: 注册制与核准制对比

	注册制	核准制
定义	发行者在公开募集及发行证券时应先按照法律规定的条件和程序向证券部门申请注册登记, 并相应提供一切与发行有关的资料, 同时对资料的真实性、可靠性负有法律责任。	除去法定的信息披露程序外, 政府监管部门有权根据法律和行政法规所规定的实质条件, 对发行人进行审查的制度
监管理念	价值判断由投资者负责	价值判断由监管部门专业人士负责, 投资者再选择
审核方式	形式审核 (除法律规定公开资料信息外, 监管机构无实质审查权)	实质审核 (基于公开资料信息外, 监管机构需进行实质审查)
效率	效率较高 (美国 3-4 个月, 新加坡 6-8 个月, 日本 3-4 个月)	效率较低 (我国至少需要 1 年, 考虑改制、辅导等需 2-3 年)
定价	市场决定	市场主导
优点	1) 简化审核程序, 为融资创造便捷条件; 2) 降低门槛, 促进竞争, 体现证券市场的重要地位; 3) 提高机构投资者比例, 投资回归理性; 4) 定价充分反映市场的供需关系。	1) 依法公开发行人信息, 公开程度不低于注册制; 2) 确保市场流通证券的基本投资价值, 降低了投资风险。
缺点	1) 过分依赖公开信息披露制度, 若信息作假, 投资者利益无法得到保障; 2) 上市门槛较低, 大进大出现象或增加市场投机性。	1) 核准制限制了新兴行业的发展和投资者对风险投资的选择; 2) 弱化投资者的风险意识; 3) 增加发行成本, 降低效率。

资料来源: SEC, 香港证监会, 台湾证券管理委员会, 华泰证券研究所

我们认为注册制的推行路径可参考: 香港的双重存档制 (注册制与审核制共行, 逐步转向有效自律) → 台湾的转轨制 (循序渐进, 给市场时间) → 美国全面注册制 (宽进严出、完善的法制体系和成熟的市场结构)。相较于台湾的纵向发展, 科创板试点注册制更倾向于横向拓展, 在科创板的试验田累计的成功经验即可推广至其他板块, 有望大幅缩短时间。

在此基础上, 我们对标中国香港、中国台湾和美国的交易制度, 认为科创板作为金融改革的“试验田”有望突破的方向有: 完全放开 IPO 定价机制、放开再融资价格规模等限制、放开增减持限制、尝试 T+0 和集中交易、或引入做市商、放开每日涨跌幅限制、重视交易的连续性强化停牌制度管理、加大退市力度、设立一定的投资门槛, 使得中小投资者主要以公募基金形式参与等。

图表14: A股与香港、台湾和美国的交易制度对比

	A股	中国香港	中国台湾	美国
<b>IPO定价制度</b>	直接定价 (参考标准为23倍市盈率)	累计投标询价, 混合定价	拍卖机制	累计投标询价制, 高度市场化
<b>再融资制度</b>	非公开发行数不得超总股本20%, 再融资审批时间长	采用闪电配售, 再融资审批时长为1-3个交易日	禁止发行者公开劝诱和转售	满足SEC条件的发行者可享受私募发行豁免
<b>交易时间</b>	T+1	T+0	T+0	T+0
<b>增减持制度</b>	在首次卖出的15个交易日前预披露减持计划	持有上市公司10%股份以上股东在减持后的5日内作出披露	10个交易日前向证交所报告, 10个交易日后即可在市场卖出	在减持前必须公布证券发行方的最新信息
<b>做市商制度</b>	仅在新三板拥有做市商制度	以竞争交易为主, 做市商报价为辅	“兴柜股票”采用竞争性做市商制度	垄断型商制(纽交所)、竞争型做市商制(纳斯达克)
<b>涨跌幅制度</b>	±10%	无	±10%	无
<b>停牌制度</b>	以不停牌为原则, 交易所可强制复牌	港交所所有权指令短暂停牌或停牌中的证券复牌	暂停交易期间以1个交易日为原则, 3个交易日为上限	短时间的交易中止 持续时间通常不超过2小时
<b>退市制度</b>	量化及非量化指标相结合(重财务类数据)	偏重香港证监会及港交所主观判断	量化及非量化指标相结合(没有把交易数据纳入退市条件)	偏重量化退市指标(重市场类数据)

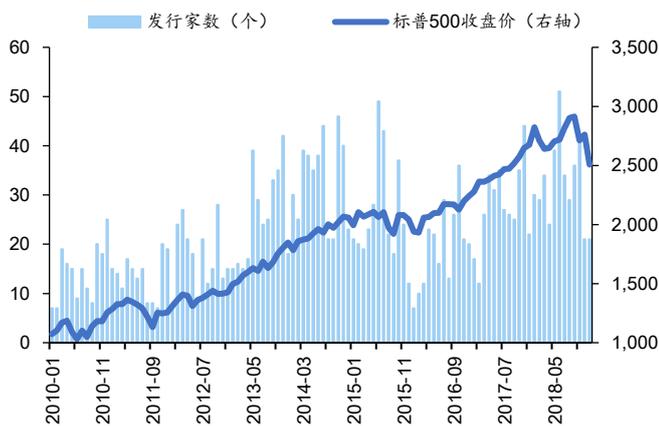
资料来源: SEC, 香港证监会, 台湾证券管理委员会, 华泰证券研究所

### 扩容与估值博弈, 短期估值中枢可能下沉, 中长期有望吸引增量资金

A股扩容和估值之争由来已久, 救市政策之一也往往通过调节控制IPO、再融资节奏。新板块/新股短期对存量A股板块有分流资金的可能性, 短期A股估值中枢下沉的趋势可能持续, 但中长期投资标的多元化、上市公司分红回购常态化、交易机制的合理化、投资者保护制度的完善等都将改善A股生态, 吸引增量资金入场。

我们通过对中美IPO发行情况和股价走势可以看出, 美国作为成熟的资本市场, 股价走势基本不受IPO发行数目的影响, 而中国IPO的暂停和重启也并非决定市场拐点的锚。虽然A股市场扩容对情绪有短期扰动, 但并不改变市场中长期走势。

图表15: 美国IPO发行与标普500指数走势比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

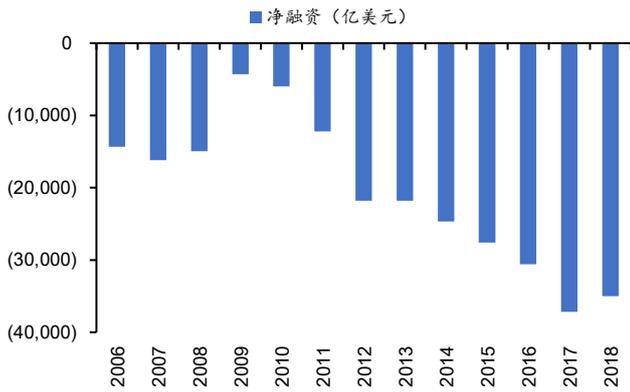
图表16: A股IPO发行家数与上证综指走势比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

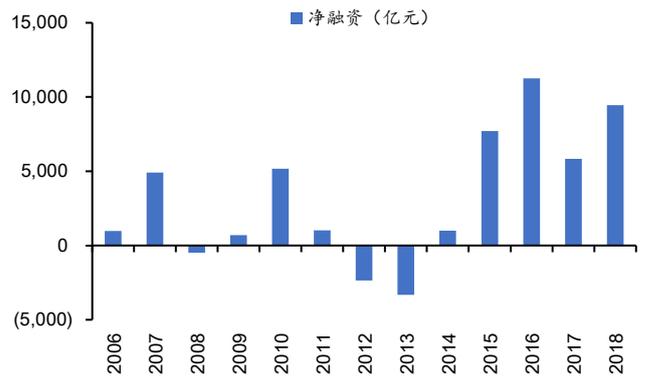
中美股市一级市场对二级市场的影响不同, 主要原因在于资金层面的博弈。我们将“IPO+增发-回购-分红-私有化”作为刻画股市净融资额的指标, 可以发现美国融资净额长期为负值, 美股市场更加注重投资者回报; 中国除IPO暂停年份外, 净融资额为正值, A股市场更加注重股票市场的融资功能。因此, 对于美国市场, 增量资金入场助推股价上涨→分红回购比例增加→提振投资者信心→吸引更多资金, 形成一个正反馈; 中国市场, 在无新增资金入场情况下, 则会进入一个负反馈, 造成短期股价下跌。

图表17: 美国纳斯达克+纽交所上市公司资金反哺市场



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表18: 中国A股市场上市公司从A股融资



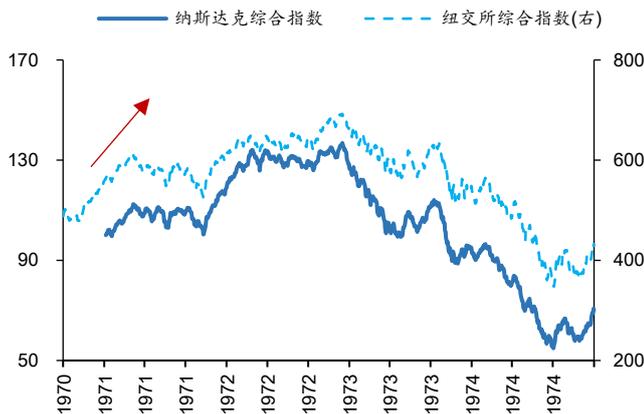
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 美国+英国新板块推出对主板走势影响较小

1971年2月8日纳斯达克交易所成立,主要服务于软件、计算机、电信和生物科技等高新技术行业,新板块推出后主要服务于传统产业的纽交所未受其影响,两者呈齐头并进趋势发展。随后受布雷顿森林体系瓦解,高额财政赤字压力至经济危机爆发,股市随之向下。长期来看,纳斯达克不仅孕育了英特尔、微软、思科、戴尔等科技巨头,同时也推动了美国高科技技术的发展,共振效应下美国投资者充分享受到信息技术高速发展的红利。

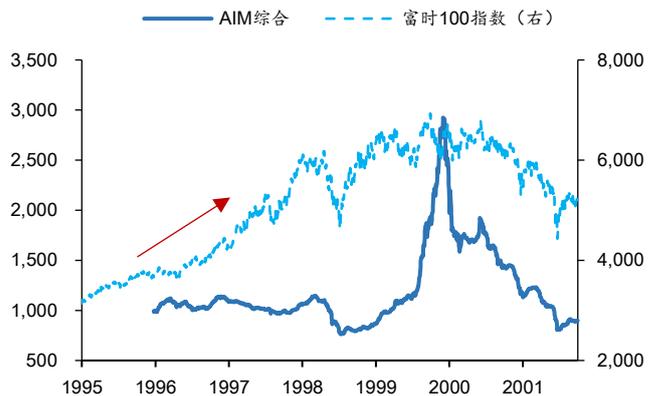
1995年6月19日另类投资市场(AIM)成立,主要服务于小型、新兴和成长型企业,市场对公司业绩无最低要求、对公众持股量也未设下限。AIM刚推出时伦交所主板有小幅盘整,但未改持续上升的趋势。由于AIM建立之初标的较少,走势与主板分化,对主板影响有限。1998受亚洲金融危机的影响同时下跌。1999年-2000年,受科技泡沫影响AIM市场出现大幅波动,随后与主板同步回落。

图表19: 美国纳斯达克板块推出(1971年2月8日)主板涨跌幅变化



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表20: 英国创业板推出(1995年6月19日)主板涨跌幅变化

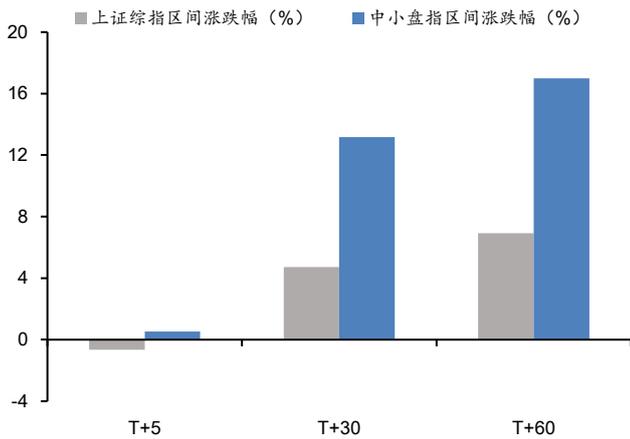


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 创业板和新三板的推出对已有板块挤兑效应甚微

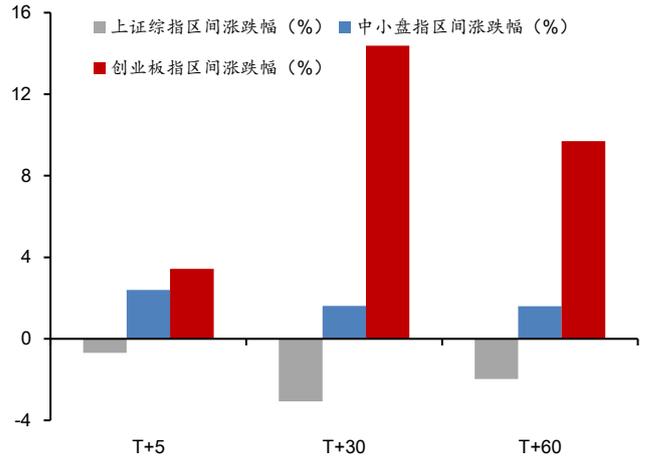
2004年6月25日,深交所为鼓励自主创新设置中小板,在主板进入调整期时中小盘带来的成长价值成为一大亮点。2009年10月23日,深交所推出创业板主要服务于暂时无法在主板(大型蓝筹企业)或中小板(中型稳定发展企业)上市的科技类公司,首批28家公司集体上市,创业板推出后,主板和中小板短期震荡,但长期上行趋势未发生变化。为了改变中国资本市场柜台交易过于落后的局面,同时也为更多的高科技成长型企业提供股份流动的机会,2013年12月31日,全国中小企业股份转让系统正式面向全国接受企业挂牌申请,创业板短期调整后仍保持红火态势,主板和中小板因成长题材炒作效应表现相对低迷。

图表21: 创业板推出(2009年10月23日)其他板块的涨跌幅变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 新三板推出(2013年12月31日)其他板块的涨跌幅变化



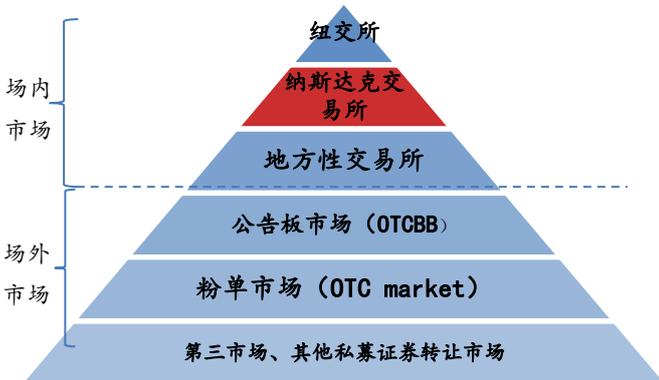
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**科创板对丰富可投资标的、完善我国资本市场结构具有重要意义**

美国多层次资本市场结构呈现“正金字塔型”，位于第一层次的主板市场上市标准较高，主要服务于大型蓝筹企业；第二层次为纳斯达克板块，包括全球精选市场、全球市场和资本市场三个层次，上市标准较低，主要满足高风险、高成长的高科技企业融资需求；第三层次由区域交易所和未经注册的交易所构成，主要交易地方性企业债券及中小企债；第四层次由OTCBB、粉单市场、灰单市场等场外组成，主要为美国小型公司提供融资服务。体系健全、层次多样且衔接呼应的美国资本市场为投资者多样化需求、刺激资本市场良性循环、提高资金配置效率提供了优渥的环境，推动了美国经济的创新和发展。

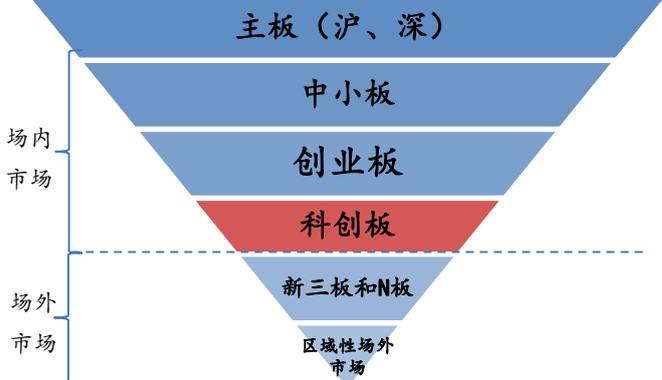
我国目前多层次资本市场体系主要为沪深交易所主板市场、深交所中小板市场、深交所创业板市场、全国中小企业股份转让系统和区域性股权交易市场。科创板的提出将有助于实现资本市场和科技创新深度融合，补齐资本市场服务科技创新的短板，丰富投资标的、满足不同投资者风险偏好、拓展社会资本使用范围空间、提高资源配置效率具有重要推动作用。此外，科创板作为资本市场制度改革创新的“试验田”长期发展下有望达到帕累托最优。

图表23: 美国资本市场结构呈现“正金字塔”型



资料来源: 华泰证券研究所

图表24: 我国资本市场结构呈现“倒金字塔”型



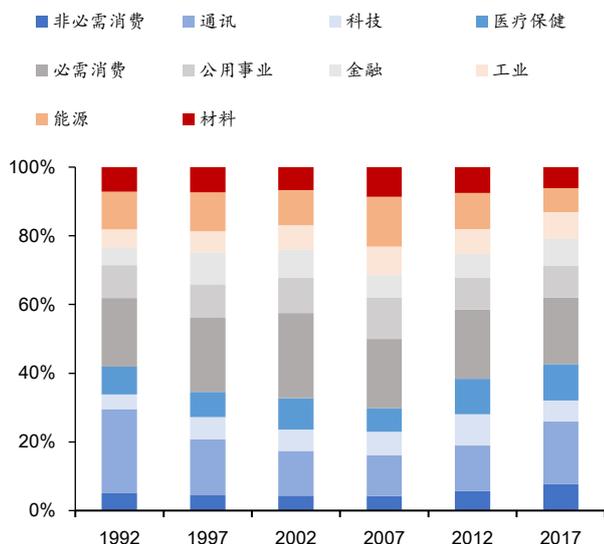
资料来源: 华泰证券研究所

**股市资源分配与经济转型相呼应，增量资金入场有助于结构转型加速**

新加坡的高速发展离不开每十年一次的经济转型。六十年代为劳动密集型产业、七十年代为经济密集型产业、八十年代为资本密集型产业、九十年代为科技密集型产业后逐步发展成知识密集型产业。与经济转型相呼应，股票市场市值结构从1992年到1997年也迎来较大改变。九十年代新加坡政府为大力发展高新技术，提高企业的国际竞争力先后投入60亿新元实施国家技术发展计划，以电子产业为首的科技型企业快速成长，新加坡成为全球

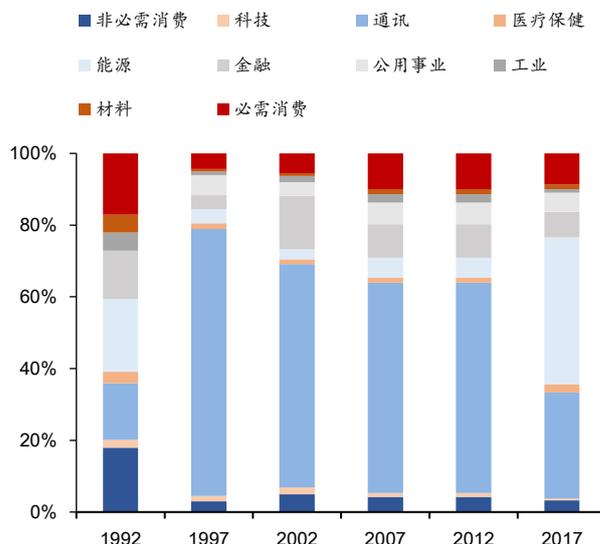
集成电路、芯片和磁盘驱动器的生产基地。制造业的快速发展也推动了服务业的兴盛，消费占比不断提高。2017年新加坡能源占比快速提升一方面来自原油价格的上涨，世界三大炼油中心之一、世界三大石油贸易枢纽之一、亚洲石油产品定价中心均使其在国际原油市场上占据重要地位；另一方面受益于电力市场改革、新能源技术的发展，能源板块发展迅猛，占比有所提升。而美国股市历经200多年发展，目前市值结构较为稳定，科技类占比稳定在35%左右。

**图表25：美国纽交所+纳斯达克精选市场各行业市值占比变动情况**



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

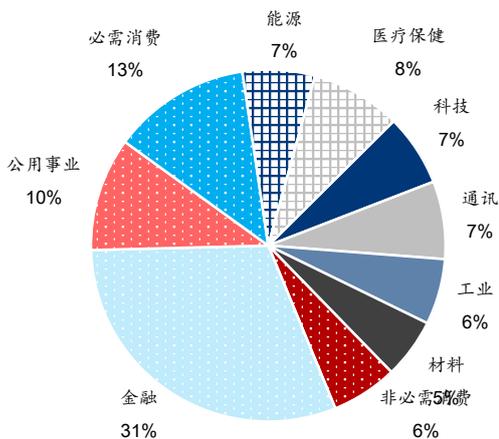
**图表26：新加坡行业市值占比变动情况**



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

目前我国市值结构占比最大为金融行业，而在经济结构转型背景下，高新技术产业的重要性将不断提升。我们对标新加坡股票市值结构与经济转型的呼应关系发现，通讯、科技及医疗等新兴产业的占比有较大提升空间。科创板的推出不仅丰富可投资标的种类，优化股票资产配置，更促进经济结构与资本市场改革的互相倒逼共同发展。

**图表27：A股市值占比**



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所，截至2019年1月14日

## 科创板上市有望轻盈利指标，估值考量科技硬实力

### 从海内外板块看企业在科创板上市可能面临的门槛

从纳斯达克和国内可比案例的上市标准来看，我们认为科创板有望在市值、营收、利润、现金流、研发、流动性等指标上进行组合，并弱化盈利标准。我们认为监管层在对科创板进行设计时，有可能会借鉴美国的纳斯达克或香港联交所，以及国内已有的类似板块（如新三板创新层）、历史上拟推行的类似措施（如15年提出的战略新兴板、18年设置的CDR）。

从海外市场看，在准入标准上纳斯达克高端市场对于财务和流动性指标要求很高，而纳斯达克低端市场更看重流动性，为难盈利的高新技术企业提供多种选择。纳斯达克根据上市要求的高低共分为三层，依次为纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场、纳斯达克资本市场。全球精选市场对拟上市标的的财务、流动性指标都有很高的要求，而纳斯达克资本市场仅对流动性有较大的要求。可以看出，对于短期不能盈利的企业来说，只要流动性较好，可以从权益、市值、利润方面中满足任一要求即可。

图表28：纳斯达克全球精选市场-财务标准

财务标准	标准 1: 利润	标准 2: 市值和现金流	标准 3: 市值和营业收入	标准 4: 资产和权益
税前利润	连续 3 个会计年度累计税前利润 ≥ 1100 万美元，且每年 ≥ 0，且最近 2 个会计年度每年 ≥ 220 万美元			
现金流量		前连续 3 个会计年度累计 ≥ 2750 万美元，且每年 ≥ 0		
市值		前 12 个月平均 ≥ 5.5 亿美元	前 12 个月平均 ≥ 8.5 亿美元	1.6 亿美元
营业收入		上一个会计年度 ≥ 1.1 亿美元	上一个会计年度 ≥ 9000 万美元	
总资产				8000 万美元
股东权益				5500 万美元
股价	4 美元	4 美元	4 美元	4 美元

资料来源：Nasdaq Initial Listing Guide、华泰证券研究所

图表29：纳斯达克全球精选市场-流动性标准

流动性标准	首次公开发行及分立的公 司	当前交易的普通股或等 值	关联公 司
持股 100 股以上的股东， 或全部股东， 或全部股东且过去 12 个月 里平均每月交易量	450 或 2200	450 或 2200 或 550 且 110 万	450 或 2200 或 550 且 110 万
公众持股数量	125 万	125 万	125 万
公众持股市值，或公众持股 市值且股东权益	4500 万美元	1.1 亿美元， 或 1 亿美元且 1.1 亿美元	4500 万美元

资料来源：Nasdaq Initial Listing Guide、华泰证券研究所

**图表30： 纳斯达克资本市场上市标准**

标准	权益标准	上市证券市值标准	净利润标准
股东权益	500 万美元	400 万美元	400 万美元
公众持股市值	1500 万美元	1500 万美元	500 万美元
经营历史	2 年		
上市证券市值		5000 万美元	
经营净利润（最近一个会计年度或最近 3 个会计年度中的 2 个会计年度）			75 万美元
公众持股数量	100 万股	100 万股	100 万股
股东数量（持股 100 股以上的股东）	300	300	300
做市商数量	3	3	3
股价或收盘价	4 美元或 3 美元	4 美元或 3 美元	4 美元或 3 美元

资料来源：Nasdaq Initial Listing Guide、华泰证券研究所

从国内经验看，在战略新兴板、新三板创新层、CDR 推行上针对高新技术企业的上市标准已有探索和实践。第一，自 2015 年对战略新兴板的设想上已淡化上市企业的盈利要求，更注重不同指标的组合搭配，让企业有更多选择。2015 年 5 月 19 日，上海证券交易所副总经理刘世安在“上证 2015 中国股权投资论坛”中提出，战略新兴板首先淡化盈利要求，主要关注企业的持续盈利能力；在传统的“净利润+收入”的标准之外，引入以市值为核心的财务指标组合，增加“市值+收入”、“市值+收入+现金流”、“市值+权益”等多种多套财务标准，形成多元化上市标准体系，允许暂时达不到要求的新兴产业企业、创新型企业上市融资。第二，2017 年 12 月实施的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法》，完善分层制度，调整净利润标准、营收标准，共同准入增加合格投资人人数不少于 50 人人数，首次增加流动性标准。第三，2018 年 3 月的 CDR 意在为境外优质企业回 A 提供便利，也鼓励独角兽企业推行，因此其推出标准较高。

**图表31： 新三板创新层挂牌标准**

标准	指标	具体要求
标准 1	净利润+净资产收益率+股本总额	(1)最近两年的净利润均不少于 1000 万元（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）； (2)最近两年加权平均净资产收益率平均不低于 8%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）； (3)股本总额不少于 2000 万元。
标准 2	营收复合增速+营业收入+股本总额	(1)最近两年营业收入连续增长，且年均复合增长率不低于 50%； (2)最近两年营业收入平均不低于 6000 万元； (3)股本总额不少于 2000 万元。
标准 3	市值+股本总额+做市商家数	(1)最近有成交的 60 个做市或者竞价转让日的平均市值不少于 6 亿元；(2)股本总额不少于 5000 万元；(3)采取做市转让方式的，做市商家数不少于 6 家。

资料来源：全国中小企业股份转让系统、华泰证券研究所

**图表32： CDR 方式发行公司的上市标准**

上市企业类型	发行条件	发行方式
上市企业： 意在境外上市的红筹企业	市值不低于 200 亿元人民币	(1) 发行存托凭证上市；(2) 具有股票发行上市条件的试点红筹企业可以申请在境内发行股票上市
未上市企业： 尚未在境外上市的创新企业 (包括红筹企业和境内注册企业)	以下条件二选一：(1) 最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币，且估值不低于 200 亿元人民币；(2) 收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位	(1) 试点红筹企业：按程序在境内发行股票上市；(2) 境内注册试点企业：可申请在境内发行股票上市

资料来源：《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》、华泰证券研究所

从政策、时代背景看，高端装备、人工智能、新材料、生物医药等“硬实力、国产替代”型科技企业有望是科创板重点企业。2014年李克强总理提出“大众创业、万众创新”，叠加当时正是“互联网+”兴起的时代，对于此类企业是当时发展的重点；2015年上交所响应号召，拟推出战略新兴板，同时鼓励中概股回A，而这些中概股主要就是互联网企业；2016年“新经济”一词被写入政府工作报告，“新经济”涉及一、二、三产业，不仅仅是指三产中的“互联网+”、物联网、云计算、电子商务等新兴产业和业态，也包括工业制造当中的智能制造、大规模的定制化生产等，还涉及到第一产业中适度规模经营的家庭农场、股份合作制农村等；2018年初鼓励独角兽回A、推行CDR，一是在于鼓励各行业中“独角兽”型企业，二是承接战略新兴板，希望一批重要的中概股回A；2018年10月开始的一系列兼并收购规则的修改，进一步鼓励优质企业通过重组方式进入资本市场，给出了10大符合要求的领域。纵观2018年，中美贸易摩擦跌宕起伏，我们认为包括芯片、新材料、高端制造等亟需国产替代的行业有望成为科创板宠儿。

图表33：历年重要政策支持的高新技术产业

时间	事件	主要内容
2014年9月	提出“双创”概念	“互联网+”、高端装备、电子信息、生物医药
2015年6月	拟推出战略新兴板	新能源节能环保、新型信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业、新材料
2016年	新经济概念的提出	“互联网+”、物联网、云计算、电子商务、智能制造、定制化生产、规模经营的家庭农场、股份合作制农村
2018年3月	独角兽、CDR	互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药
2018年3月	上市绿色通道	生物科技、云计算、人工智能、高端制造
2018年10月	支持小额快速并购重组审核机制的行业	高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、电力装备、新一代信息技术、新材料、环保、新能源、生物产业；党中央、国务院要求的其他亟需加快整合、转型升级的产业。

资料来源：国务院、中国新闻网、证监会、华泰证券研究所

### 科创板上市企业如何进行估值？

A股发行的定价制度是在估值上设置隐形红线，一二级市场价差较大导致上市后估值修复时间较长。1999年以前，由证监会进行IPO定价，新股发行价格=每股税后利润×13-16倍预设市盈率；1998年底的《证券法》将新股定价改为承销商和发行人协商定价，对新股发行的市盈率限制开始放开。面对部分IPO首发市盈率过高的情形，证监会2001年7月开始实施IPO市盈率控制措施，规定了发行市盈率不超过20倍，发行价格区间的上下浮动幅度为10%。“一视同仁”的定价方式带来的结果是逆向选择，许多质地一般的公司上市热情高涨，把上市作为企业经营的终点；而具有高成长性的优质公司，因为其真实价值无法在发行价格上得以体现，上市意愿被削弱。

在此背景下，2004年12月7日，证监会下发《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，开始探索询价制度。2014年1月第八次IPO暂停重启之后，监管层进行了一系列改革，制定了包括限定首日44%的最高涨幅、发行市盈率23倍隐形红线等规定。在此之后，新股发行高发行价、高市盈率、高超募的“三高现象”不复存在。23倍市盈率的发行价隐形红线形成定下了天然的一二级市场价差。2014年之前新股的估值修复是一个一步到位的过程。2014年之后沪深交易所规定新股上市首日股价最高涨幅为发行价的44%，留给新股上市后较大的估值修复空间，公司上市估值修复演变为连续涨停模式。

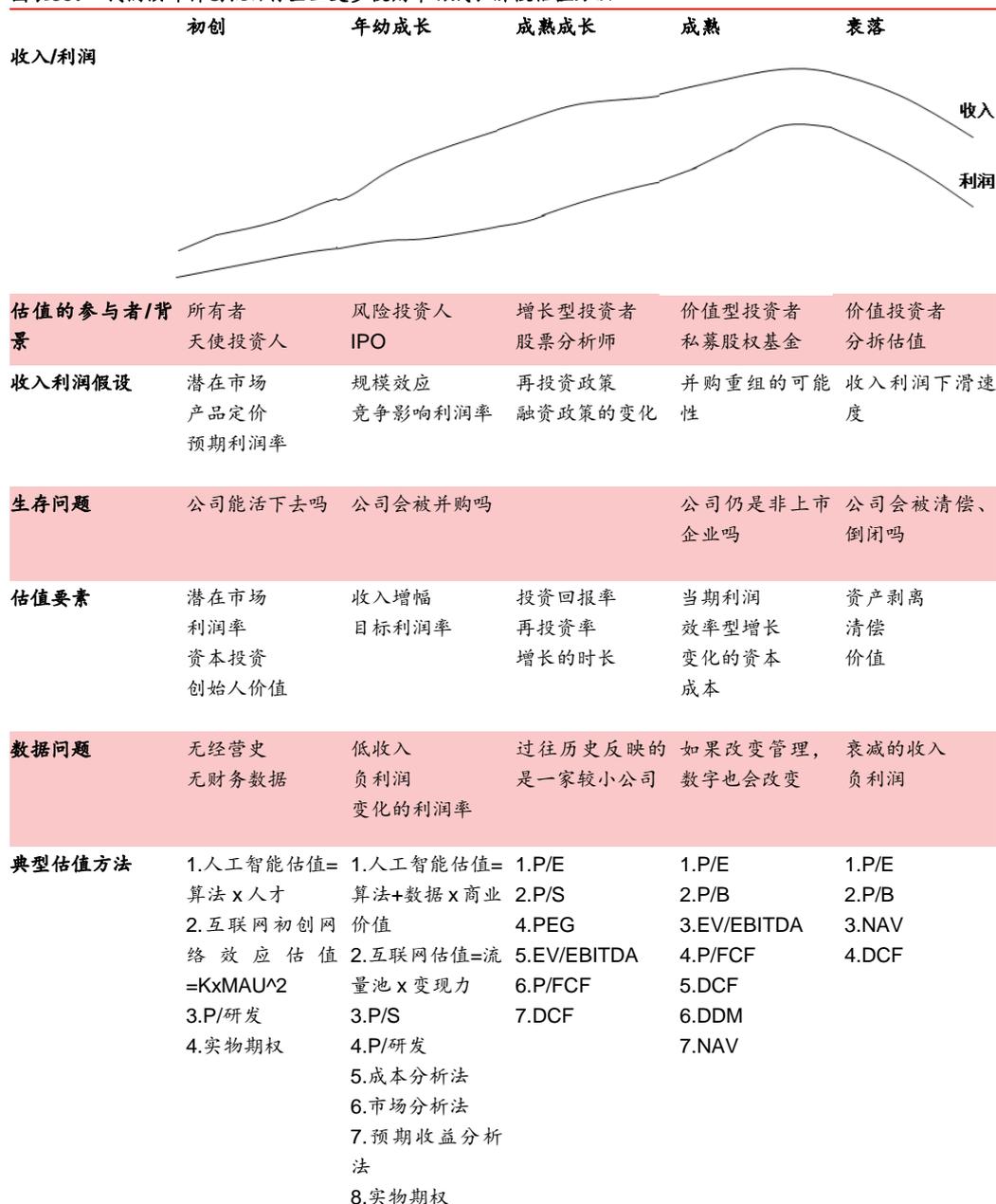
图表34：A股IPO定价对估值

时间	IPO定价制度	定价主体	IPO公司平均市盈率
1999年7月之前	行政定价阶段	证监会	15
1999-2001年6月	放宽发行市盈率限制	承销商和发行人	32.78
2001年7月-2004年	市盈率严格监管阶段	承销商和发行人	19.41
2005-2013年	询价阶段	询价对象	43.97
2014至今	23倍市盈率控价发行	询价对象	22.86

资料来源：《中国IPO发行定价制度变迁及其影响研究》、Wind、华泰证券研究所

从企业的生命周期来看，科创板上市企业可能更偏向于年幼成长期，除考虑市值、财务、流动性因素外，其估值可能更多参考行业属性、研发和未来发展预测。初期的高新技术型企业，可能面临盈利难、对标企业稀少、缺乏有形的商业化产品等估值困境，单纯依靠P/E这项指标无法准确估值。行业属性方面，例如人工智能、计算机等，在估值时更看重算法、数据、流量等核心竞争力指标；在研发方面，除去研发费用等指标，还可以关注部分难以量化的估值考量，例如创始团队的背景和能力（如国家千人计划、两院院士、长江学者、享受国务院特殊补贴专家等）、投资人的背景（如国家集成电路产业投资基金等）、知识产权。

图表35：我们预计科创板目标企业更多使用年幼成长阶段估值方法



资料来源：《估值：难点、解决方案及相关案例》、华泰证券研究所

## 估值创新案例

### 创新药企业——信达生物

创新药企具有研发周期长、新药进入商业期前无收入利润、新药能否上市与上市后销量不确定性较高等特点，所以其IPO估值需要结合研发成本、所处研发周期、药品上市成功率、未来峰值销量等因素。香港联交所于2018年4月份修订主板上市规则，新增第18A

章《生物科技公司》，允许未有收入、未有利润的生物科技公司提交上市申请。对标联交所与纳斯达克，我们预计创新医药或将成为科创板 IPO 目标行业之一。我们统计了近两年联交所、纳斯达克上市的尚未盈利的创新药公司，估值/研发投入倍数的差异较大。样本中港交所上市的估值/研发投入倍数均值为 64.65，纳斯达克为 21.54，我们认为主要可以解释为药物研发地域、药品市场情况的不同。中概股的估值普遍较高，根据华泰医药组观点，中国创新药临床试验成功率（LOA）高于美国，LOA 越大，创新药企估值越高。例如，DNLI 虽然只有进入临床 II 期的两款小分子产品，但目标市场却是针对于阿尔茨海默症(AD)、帕金森症和肌萎缩侧索硬化(ALS)的创新小分子药物，市面尚未有成熟药品出现，市场潜力较大，因此估值 15.84 亿美元，估值/研发投入倍数高于 AKCA、BHVN。

**信达生物作为创新药新星，充分受益港交所上市新规。**信达生物成立于 2011 年，致力于开发和销售用于治疗肿瘤等重大疾病的创新药物，建立起了一条包括 20 个新品种的产品链，覆盖肿瘤、眼底病、自身免疫疾病、心血管病等四大疾病领域，其中 2 个品种入选国家“重大新药创制”专项，13 个品种进入临床研究。公司团队优秀，创始人俞德超博士发明了世界上首款基于溶瘤病毒的免疫治疗产品安柯瑞(Oncorine)。公司 2018 年 10 月 31 日在香港联合交易所上市，发行 2.36 亿股，每股发行价 13.98 港币，上市首日股价上涨 18.60%，当日收盘价 16.58 港币。2017 年公司亏损 5.62 亿元，无法使用盈利性指标进行估值。公司 IPO 市值为 156.32 亿元，以此计算得公司 IPO 的估值/研发投入倍数为 21.36。按照公司 2019 年 1 月 15 日收盘价 19.74 元计算，公司目前市值达到 228 亿港元，市场认可度较高。

图表36：近两年联交所、纳斯达克上市的尚未盈利的 8 家创新药公司

公司名称	上市时间	上市地	IPO 前研发费		估值/研发投入倍数	公司 IPO 前业绩 (美元, LYR)	公司简介
			IPO 估值 (美元)	用 (美元, LYR)			
歌礼制药-B (1672)	2018.8.1	联交所	HKD156.9 亿	HKD1.37 亿	114.53	营收:HKD0.64 亿; 净利润: HKD-0.65 亿	专注于开发及商业化针对丙肝、HIV 和乙肝的创新、同类最佳的药物，两个临近商用阶段，两个处于临床 II 期
华领医药-B (2552)	2018.9.14	联交所	HKD87.1 亿	HKD1.5 亿	58.07	营收: HKD-3.23 亿; 净利润: HKD-3.26 亿	致力于开发用于治疗 2 型糖尿病的全球首创新药口服药物 Dorzagliatin 或 HMS5552，上市时处于临床 III 期
DENALI THERAPEUTICS (DNLI)	2017.12.8	纳斯达克	15.84 亿	0.76 亿	20.84	营收: 0; 净利润: -0.87 亿	公司研发广泛的神经退行性疾病靶向治疗候选药物组合，上市时处于临床 II 期
BIOHAVEN PHARMACEUTIC AL (BHVN)	2017.5.4	纽交所	5.82 亿	0.56 亿	10.39	营收: 0; 净利润: -0.64 亿	专注于神经系统肌肉萎缩，老年痴呆的前沿新药研发，上市时处于临床 III 期
再鼎医药 (ZLAB)	2017.9.20	纳斯达克	8.88 亿	0.32 亿	27.75	营收: 0; 净利润: -0.38 亿	主要研究领域为肿瘤、自身免疫、传染性疾病，上市前多款新药进入临床研发的中后期
APELLIS PHARMACEUTIC ALS (APLS)	2017.11.9	纳斯达克	6.9 亿	0.23 亿	30	营收: 0; 净利润: -0.27 亿	专注于开发新型治疗性化合物和补体免疫疗法，用于治疗自身免疫性疾病，上市时处于临床 II 期
AKCEA THERAPEUTICS (AKCA)	2017.7.14	纳斯达克	5.14 亿	0.68 亿	7.56	营收: 0; 净利润: -0.83 亿	专注于开发 RNA 为靶点的反义治疗药物，用于因脂质失调引起的心脏代谢疾病治疗，上市时处于临床 III 期
<b>估值倍数均值-联交所</b>					<b>64.65</b>		
<b>估值倍数均值-纳斯达克</b>					<b>21.54</b>		
信达生物-B (1801)	2018.10.3 1	联交所	HKD156.32 亿	HKD7.32 亿	21.36	营收:HKD0.22 亿; 净利润: HKD-6.73 亿	公司研发创新型全人源抗体类治疗药物康柏西普 (Conbercept)，且该产品已获准在中国上市

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

### 在线视频平台——爱奇艺、奈飞

在线视频平台爱奇艺于2018年3月29日登陆美股，挂牌纳斯达克交易所。爱奇艺本次IPO定价为18美元每ADR，估值约为127.4亿美元，上市首日股价下跌13.61%，最终报收15.55美元每ADR。2017年，公司实现收入26.6亿美元，亏损5.72亿美元，无法使用P/E为公司IPO估值。假设参照海外龙头公司奈飞，使用P/S、P/订阅用户数，为爱奇艺IPO得出合理估值区间。截止2017年12月31日，奈飞三年平均P/S大约7.27x，上下浮动10%后，得出区间为6.54-8.00x，对应爱奇艺股价为24.59-30.05美元。爱奇艺实际发行价18美元，市销率较奈飞折价26.8-40.11%。从P/订阅用户数来看，2017年底奈飞与爱奇艺订阅用户数量分别为1.18亿、5080万，由此得到奈飞P/订阅用户数大约708美元，上下浮动10%后，得出区间为636.8-778.3美元，对应爱奇艺股价约45.71-55.87美元。综合两种估值方法，使用P/S的结果与爱奇艺IPO发行价较为接近，P/订阅用户数的可比性可能会受爱奇艺和奈飞所处市场环境、经营模式的区别影响，造成估值效果不如P/S。

图表37：综合两种估值方法，使用P/S的结果与爱奇艺IPO发行价较为接近

	奈飞		2017年底 营收：26.6亿美元 订阅用户数：5080万	爱奇艺		发行价下限 (美元)	发行价上限 (美元)
	下限	上限		市值下限 (亿美元)	市值上限 (亿美元)		
P/S	6.54	8.00		174.02	212.70	24.59	30.05
P/订阅用户数 (单用户美元 价值)	636.8	778.3		323.49	395.38	45.71	55.87

资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

### 高端制造类企业——蔚来、特斯拉

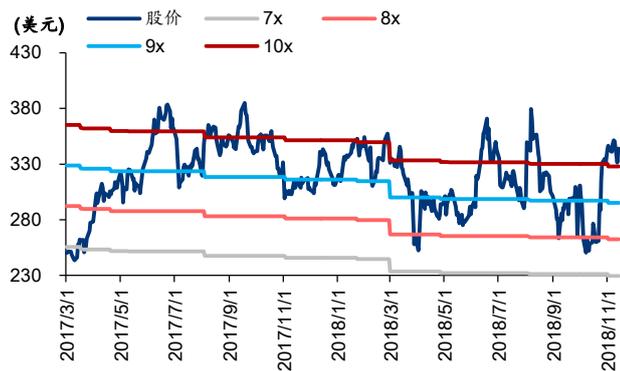
蔚来汽车于2018年9月登陆美股，发行价格为6.25美元/股，市值约为64亿美元。截止2018年三季度，公司实现收入15.1亿元人民币，单季度亏损接近30亿元人民币。参照海外的标志性公司特斯拉，由于特斯拉同样尚未实现盈利，我们采用四种方法来比较蔚来和特斯拉的估值水平，分别是P/S、调整后市销率、研发投入倍数、P/B。其中，调整后市销率=市值/(营业收入+研发投入)；研发投入倍数=市值/研发投入。我们发现市销率及调整后市销率并不适用，主要是因为蔚来2018年才开始产生收入，基数仍然较低。经比较发现，PB与公司实际询价区间最为接近(6.25-8.25美元)，也应为公司实际上市时所采取的估值方式；同时我们也认为研发投入倍数这一指标对于高研发投入类企业也可以作为一项重要的估值参考。

图表38：经比较发现，PB与公司实际询价区间最为接近

	特斯拉		2017财年数据 (亿元人民币)	蔚来		发行价下限 (美元)	发行价上限 (美元)
	下限	上限		估值下限 (亿美元)	估值上限 (亿美元)		
P/S	4	5	-	N/A	N/A	N/A	N/A
调整后P/S	3	5	26.03	11.43	19.06	1.11	1.86
研发投入倍数	30	50	26.03	114.33	190.56	11.14	18.57
P/B	8	10	80.66	94.48	118.1	9.21	11.51

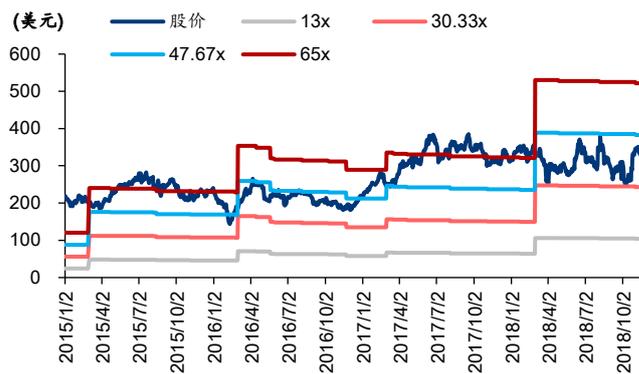
资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

**图表39: 特斯拉 PB 区间为 8-10x**



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

**图表40: 特斯拉 P/研发投入区间为 30-50x**



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

## 比较研究：注册制可能给市场带来哪些变化？

### 美国：行业属性和持股集中度对估值影响提升

美国是注册制和成熟资本市场的范本，我们选取2007年前在纽交所上市的美股，可以发现行业属性影响股价竞争力——2010年至今医疗保健、信息技术行业股价表现由弱到强；非日常生活消费品股价走势一直较强；能源、日常消费和公共事业属于弱势行业；同时，持股集中度较低的板块对应的年化涨幅高于持股集中度较高的板块。

图表41：美国行业竞争力演变

	行业竞争力演变	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
房地产	强→弱	6	4	4	9	7	7	7	8	7
非日常生活消费品	一直较强	1	1	1	1	1	1	1	1	1
工业	趋强	5	5	5	4	4	6	5	3	4
公用事业	一直较弱	11	11	11	11	11	10	10	10	10
金融	趋弱	2	3	2	2	2	3	3	4	5
能源	一直较弱	8	8	10	10	10	11	11	11	11
日常消费品	一直较弱	9	9	9	8	8	8	8	9	8
通讯服务	弱→强→弱	4	7	8	3	3	2	2	5	6
信息技术	弱→强	7	6	6	5	6	5	4	2	2
医疗保健	弱→强	10	10	7	7	5	4	6	6	3
原材料	强→弱	3	2	3	6	9	9	9	7	9

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2009年至列表时间的年化行业指数涨跌幅由高到低排序

图表42：美国持股集中度较低的板块对应的年化涨幅排名高于持股集中度较高的板块

前三大股东持股比例%	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
0-10	2	7	6	6	5	5	5	7	6
10-20	8	5	5	2	2	2	2	2	1
20-30	1	1	1	1	1	1	1	1	2
30-40	5	3	3	3	4	3	3	3	3
40-50	7	6	2	4	3	4	4	6	5
50-60	10	9	8	9	8	7	8	8	7
60-70	9	10	10	10	10	9	10	9	10
70-80	3	4	4	5	6	8	7	4	4
80-90	6	8	7	8	7	6	6	5	8
90-100	4	2	9	7	9	10	9	10	9

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2009年至列表时间的年化行业指数涨跌幅由高到低排序，表中数字为排名，此处取涨跌幅的平均值

## 香港/台湾：“双重存档制”下科技股估值溢价比“单一注册制”更高

对比香港与台湾，我们发现是否彻底执行单一注册制与成长科技股估值折溢价密切相关。台湾从1983年开始注册制和核准制并行，2006年1月11日开始实施单一注册制。而香港于2003年4月起实行双重存档制，采用的是核准制与注册制并行。单一注册制/双重存档制对市场估值可以分为短期和长期：短期影响来看，香港（台湾）的双重存档制（单一注册制）实施前后都出现了成长股估值 PE/PCF 大幅上升的情况；但长期来看，台湾单一注册制政策实施后，成长股的 PE/PCF 溢价回落，成长科技指数的平均市值从相比价值股的 1.8 倍回落至与价值股相近水平。而香港实施双重存档制后，成长科技指数的 PE/PCF 相对价值股持续上升，成长科技指数相比价值股的平均市值也维持稳步上升，成长科技股估值溢价明显。

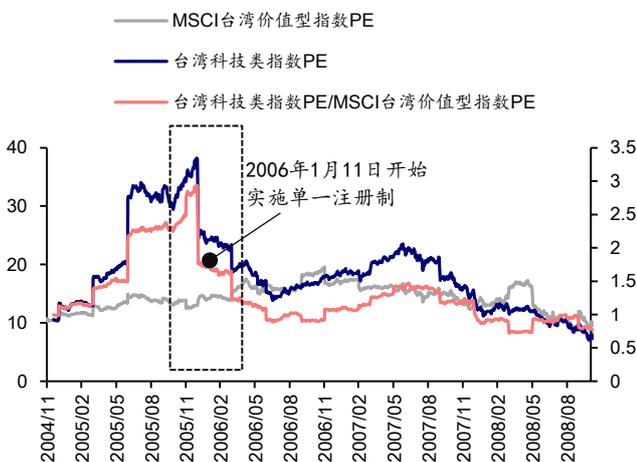
图表43：香港（台湾）的双重存档制（单一注册制）对市场估值影响分析

区域	政策时间	科技股、价值股指数注册制改革前后平均市值变化趋势	科技股、价值股指数注册制改革前 PE/PCF 变化趋势
台湾	1983 年开始推行核准制与注册制并行的股票发行制度，2006 年 1 月 11 日实行单一注册制改革前后	平均市值：科技股指数相比价值型指数平均市值先快速上升后回落到相对恒定水平，科技泡沫、经济周期性回落对科技成长指数平均市值影响更大	PE: 科技指数相对价值型指数 PE 上升后快速回落 PCF: 科技指数相对价值型指数 PCF 持续上升，价值型指数 PCF 大幅回落
香港	2003 年 4 月起实行双重存档制	平均市值：成长科技指数相比价值股的平均市值维持稳步上升，成长科技股估值溢价明显	PE: 科技指数相对价值型指数 PE 上升，且持续保持 1.5 倍左右高位 PCF: 科技指数相对价值型指数 PCF 持续上升，价值型指数 PCF 大幅回落

资料来源：Wind，华泰证券研究所

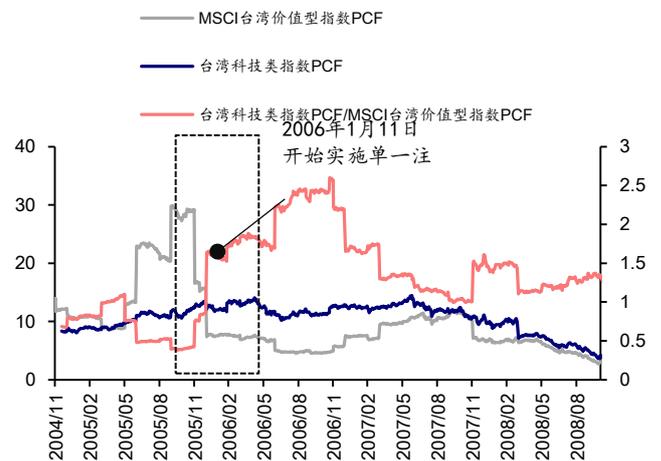
短期影响方面，香港（台湾）的双重存档制（单一注册制）实施前后都出现了成长股估值 PE/PCF 大幅上升的情况。台湾科技类指数 PE 在单一注册制实施前就快速提升，最高时期在注册制实施前一个月（2005/12/23）达到 2.9 倍于价值型指数的水平，但在 2006 年开始快速回落，最低时科技类指数 PE 为价值型指数 PE 的近九折，直至注册制施行一年后才见企稳回升迹象。PCF 估值也出现类似现象，但主要源于价值型指数 PCF 在注册制实施前后快速回落，与经济基本面波动相关性更高。

图表44：台湾单一注册实施前后，科技指数相对价值型指数 PE 上升后快速回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45：台湾单一注册实施前后，科技指数相对价值型指数 PCF 持续上升，价值型指数 PCF 大幅回落

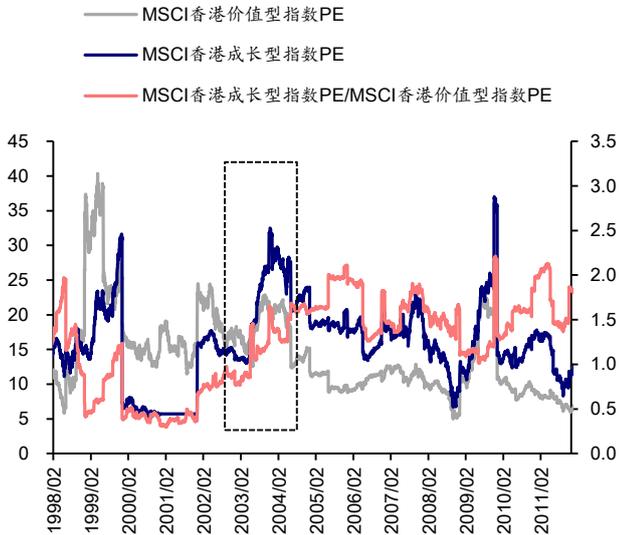


资料来源：Wind，华泰证券研究所

香港双重存档制实施前后都出现了成长股估值 PE/PCF 上升的情况，并且在之后保持持续上升趋势。

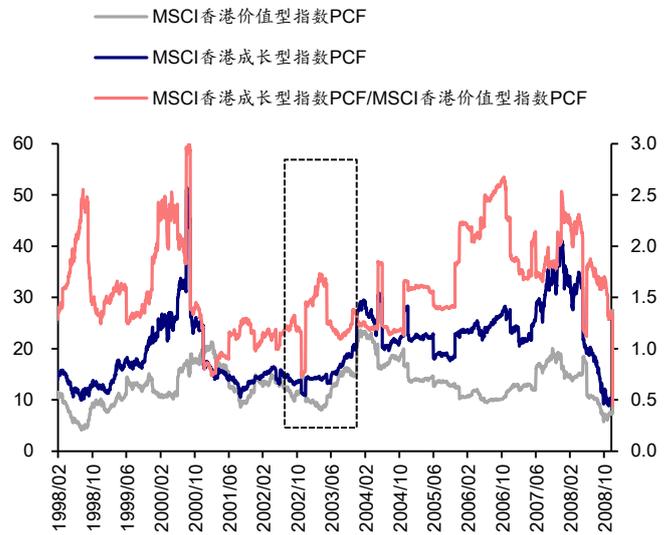
香港成长型指数 PE 相比价值型指数从双重存档制实施前的 0.8 倍水平，在一年内提升至约 1.5 倍，并且保持高位，PCF 估值也可以看到类似现象。

**图表46： 香港双重存档制实施前后，科技指数相对价值型指数 PE 上升**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

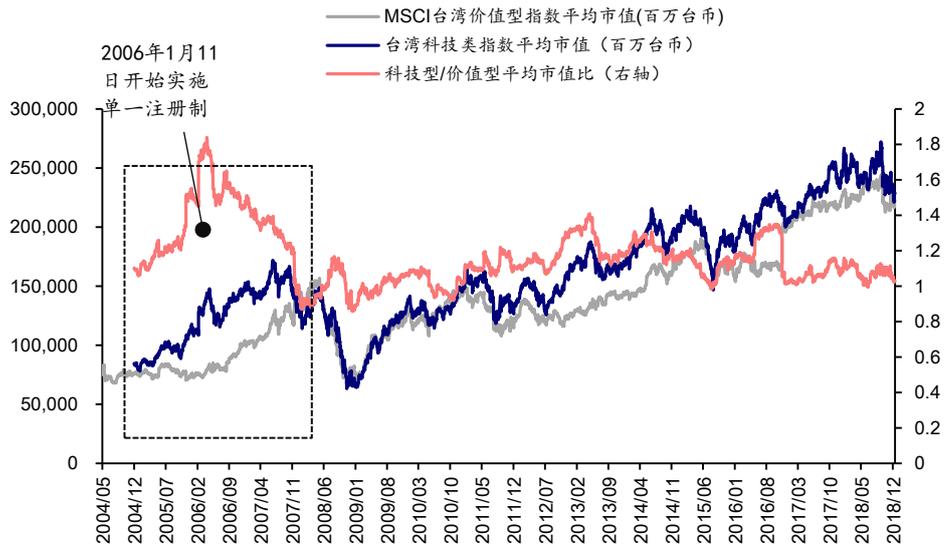
**图表47： 香港双重存档制实施前后，科技指数相对价值型指数 PCF 持续上升**



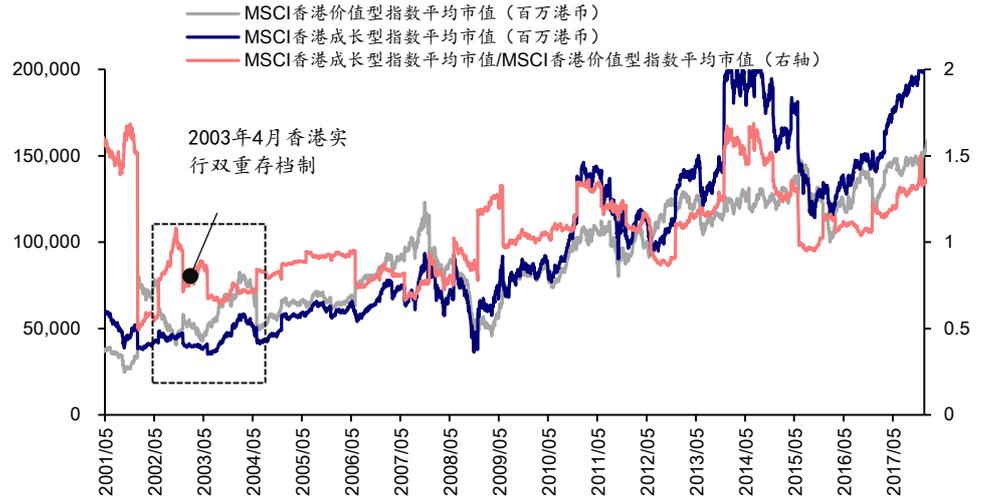
资料来源：Wind，华泰证券研究所

长期来看，香港双重存档制下成长科技股平均市值也能保持较高水平。台湾单一注册制政策实施后，成长科技指数的平均市值从相比价值股的 1.8 倍回落至与价值股相近水平。而香港实施双重存档制后，成长科技指数相比价值股的平均市值也维持稳步上升，成长科技股估值溢价明显。

**图表48： 2006年台湾实行单一注册制改革前后，科技股指数相比价值型指数平均市值先快速上升后回落**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表49： 2003年4月香港实行双重存档制前后，科技股指数相比价值型指数平均市值先上升后回落**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

成长股估值溢价在注册制改革前后的波动也和注册制改革时期新兴科技行业市值占比、经济体的技术发展阶段有关。香港实施注册制改革时期信息技术产业占市场总市值比例较低，不到5%，而台湾信息技术产业市值占比在注册制改革一年后已经达到35%。因此香港注册制改革前后科技类个股估值提升较快，平均市值水平稳步上升。

**图表50： 2003年4月香港实行双重存档制前后，科技股指数相比价值型指数平均市值先上升后回落**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：1) 企业尤其是中小创年报商誉减值等问题爆发，将导致市场风险偏好快速下行；2) 中美贸易摩擦再升级：中美贸易摩擦的短期发展趋势的可预测性较低，有再度升级的可能性，增加市场对经济下行压力的担忧；3) 美国经济超预期波动导致美股下行引发全球权益市场风险偏好下行。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com