

投资要点

研究发展部宏观策略组

王剑辉

宏观策略分析师

电话：010-56511920

邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书：S0110512070001

赵阳

研究助理

电话：010-56511918

邮件：zhaoyang01@sczq.com.cn

相关报告

1. 《今年春季“躁”动怎么演绎？——复盘2009-2018年春季躁动》
2019-1-17
2. 《弱周期下的三条“寻宝”路线——2019年度A股市场投资策略》
2018-12-28
3. 《科创板推出及试行注册制的政策思考》2018-11-9

自2018年11月科创板概念横空出世后，在不到半年的时间里，迅速为整个创新科技板块注入了新的活力。参照创业板的开板经历，科创板的落地工作可谓神速，这也反映出管理层对于科创板的推出持以非常积极的态度。

加速推进科创板落必要性有三个：引导社会资本进入科创领域、中美贸易对抗下国家资本支撑的新路径、资本市场制度改革的试验田。第一，科创板完善了创投产业链条，有利于吸引社会资本进入科创领域。近几年持续飙升的房价表明，大量的社会资本并未进入到创新产业领域。因此，引导社会资本进入创新科技领域成为创新驱动战略的重要发展路径，科创板的提出与加速落地也就应时而生。

第二，中美贸易对抗下，加大科创板直接融资支持力度将有利于减轻科技创新板块对工业补贴的依赖。2007年以来成长板块（通信、电子元器件、计算机、国防军工、医药）合计的工业补贴占比从2008年的13.53%升至2017年的20.29%。但是，这一国家资本的注入形式可能会随着中美贸易谈判的达成而最终削弱，管理层希望能借助一种市场化手段来代替政府补助继续为创新科技板块提供国家资本的支撑。

第三，资本市场改革将是2019年贯穿全年的重要主线，而科创板将成为包含交易制度完善、注册制等资本市场改革的重要试验田。注册制在科创板试点推出，包含上市标准、交易层次等方面均体现出较强的包容性，企业不仅可以通过IPO、CDR两种方式登陆科创板，而且尚未盈利的企业也可以通过满足特定的上市标准而登陆科创板，这在鼓励创业初期的企业获得更多的资金的同时，也为后续CDR的推出打下基础。

我们将创新板、新三板、科创板以及美国的纳斯达克市场进行比较，从**市场类型、公司类型、上市标准、审核制度**等四个方面来进行分析。第一，在市场类型方面，科创板与此前设立的新三板有显著不同，是设立在上交所的一个场内市场，这也意味科创板与2009年成立的创业板一致，战略地位要高于新三板。

第二，在板块内的公司类型上，创业板、科创板、纳斯达克、新三板均以服务中小企业为目标，但在行业选择上更加倾向于高成长性与高科技属性，聚焦在符合国家高新技术和战略性新兴产业要求的科创类企业（新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药）。第三，在上市标准上，科创板在财务标准方面体现出更大的包容性，未盈利的公司也可以登陆科创板。第四，在审核制度上，相较于创业板的核准制，科创板施行注册制，由交易所进行审核，监管层负责注册，上市的流程大大缩短，企业上市的效率也将提升。

随着科创板的落地，科创板的相关执行细则已经基本确立。按照我们的判断，最早的开板时间可能在六月份。在投资策略上，我们将从**科创板直接投资机会、同类型板块与行业的估值溢价效应、新三板相关概念机会**三大角度来分析科创板落地后潜在投资机会，从比较优势的角度建议积极参与科创板网下打新，配置A股市场中的券商板块、创投板块以及科创板参股影子股，同时对A股市场与科创板涉及行业相关、可能引发估值溢价的通信、电子元器件、计算机、国防军工、医药等相关板块予以配置，关注新三板潜在标的的转板与并购重组机会。

第一条主线主要集中在打新收益及A股市场以下三个板块：券商板块、创投板块以及科创板影子股。第一，无论从时间价值、估值溢价水平还是中签概率来说，科创板网下打新均较当前A股市场其他板块有较大的相对优势。第二，对于券商板块而言，科创板的上市工作有望为券商带来增量业务收入，增强券商板块业绩改善预期。券商板块中投行业务能力较强的中信证券、中金公司、华泰证券、中信建投、招商证券等公司有望从科创板上市承销保荐中率先受益。第三，科创板的设立将完善整个创投产业链，直接利好创投板块业绩的提升。第四，在科创板开板后，其在A股市场的影子股也将因为业绩改善预期而存在投资机会，但须去伪存真，参股比例是重要标准。在63家影子股中，直接持有科创板企业比例较大的A股上市公司是通化东宝、中科曙光、千方科技、启明星辰、光线传媒。

- **第二条投资主线为同类型的板块与行业的估值溢价效应。**据我们统计，创业板于2009年10月30日开板后，与创业板类型相近的中小板在随后的两个月内涨幅达到18.67%，PE提升至40.14X。很显然，与创业板类型相近的中小板在创业板开板之后出现了显著的估值提升。因此，考虑到科创板的高成长性将会被赋予更高的估值空间，与科创板类型相似的创业板也很有可能迎来估值比较下的溢价效应。与此同时，与创业板上市公司相关的行业也出现了显著的估值溢价。在创业板2009年上市的35家公司中，占比较大的医药、电子元器件、计算机、机械、通信行业的上市公司分别有7、4、7、2个。而在创业板开板后，上述五个行业的涨幅分别为9.16%、21.66%、17.87%、12.47%、18.53%，均显著跑赢同期上证综指的涨幅。从已经受理的77家公司来看，通信、电子元器件、计算机软件信息服务相关行业的公司数量最多达35家，接近总数的二分之一，医药制造行业相关的公司数量为8家。因此，我们认为在科创板的开板前后，以计算机、电子元器件、通信、医药行业为代表的创新科技板块将迎来显著的估值溢价。
- **第三条投资主线关注新三板概念机会。**一方面，**新三板上市企业存在转板科创板的机会。**在已经受理的77家科创板公司中，总计有17家科创板受理企业来自于新三板，占总数的22.8%，这也验证了新三板转板科创板的可行性。因此，建议投资者围绕已经公告拟登陆科创板的公司以及与科创板行业定位相符合的公司，从财务标准、知识产权水平、商业模式等标准重点关注具有转板潜力的新三板公司。另一方面，对于现在尚在挂牌的新三板企业来说，被科创板企业并购是另外一条实现估值溢价的道路。从科创板上市企业的行业、成长性、市值情况三个角度，我们认为潜在的被并购的新三板应该具备符合国家战略新兴产业方向、高成长性、盈利能力较强、估值水平不是很高、市值较小的特点。因此，我们按照市值小于5亿元、加权ROE大于20、市盈率在30以下、行业大类属于新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药四个标准筛选出潜在的64家新三板并购标的。
- **科创板投资中的潜在风险点主要有两个。**第一，**科创板的推出的确会对其他市场产生一定的分流效应，这就要求监管层对科创板推出的节奏和整体市场环境热度有较高的把握。**当前市场热度较高，上证综指年初至今反弹已经达到30.8%，市场日均成交量也已经从年初的2966亿元回升至10046亿元，市场整体的环境有利于科创板的推出，但仍然不能忽视推出节奏过快而产生的分流效应。我们结合科创板目前已受理的企业情况和创业板推出当年的节奏，预计到年底上市科创板的企业大概在80-100家，募集资金为720-900亿元，倘若科创板上市的公司推出节奏超出市场能承受的范围，可能会对主板市场产生一定的冲击。因此，监管层对科创板推出的节奏把握比较重要。
- **第二，新的估值定价与交易规则，使得科创板打新收益波动性加大。**尽管我们在上文中分析，参与科创板打新的比较优势较为显著，但新的估值定价与交易规则，使得科创板打新收益波动性加大。一方面，与主板、创业板及中小板不同的是，科创板采用市场化定价法，打破了23倍市盈率上限，这就使得企业登陆科创板之时存在接近自身实际估值的可能，甚至可能出现上市前估值高估，然后上市后估值向下收敛的情况，会对科创板本身和其他板块的市场造成一定的冲击。另一方面，交易制度在科创板也有了新的变化，科创板上市五日内不设涨跌停板，这使得科创板在开板首日极可能遭遇爆炒，然后在五日内逐步冲高回落，这也导致投资者的打新策略与以往不同，从而造成打新收益波动性较大，潜在的波动性风险需要注意。

目录

1 不断加速——科创板从提出到落地	5
1.1 科创板相关政策梳理	5
1.2 加速推进科创板落地的必要性	6
1.2.1 引导社会资本进入科创领域	6
1.2.2 中美贸易对抗下国家资本支撑的新路径	7
1.2.3 资本市场制度改革的实验田	8
2 科创板与同类型市场的比较	8
3 科创板落地后的三条主要投资路线	10
3.1 科创板直接投资机会	10
3.1.1 科创板网下打新收益优势显著	11
3.1.2 券商板块	12
3.1.3 创投板块	13
3.1.4 科创板 A 股影子股	14
3.2 同类型板块与行业的估值溢价效应	14
3.3 新三板概念机会	16
3.3.1 转板科创板机会	16
3.3.2 被科创板企业并购机会	18
4 主要风险点	20
4.1 科创板推出节奏的把握	20
4.2 新的估值与交易规则下打新收益波动性加大	21

图表目录

图表 1: 科创板时间轴梳理.....	5
图表 2: 中美信息服务增加值占 GDP 比重 (%)	6
图表 3: 2008-2017 上市公司政府补贴情况.....	7
图表 4: 2008-2017 成长板块上市公司补贴及占比情况.....	7
图表 5: 主要同类型市场比较.....	9
图表 6: 2018 年证券公司 IPO 承销保荐情况.....	12
图表 7: 2011-2018 年中国股权投资市场情况.....	13
图表 8: 2009 年 9 月-12 月中小板指与上证综指涨幅对比.....	15
图表 9: 2009 年 9 月-12 月各个行业涨跌幅情况 (标红行业为创业板 2009 年上市公司所属行业)	15
图表 10: 已经公告拟转板科创板的新三板公司情况 (标黄企业为已经被科创板受理企业)	17
图表 11: 新三板企业被上市公司并购数量 (家)	18
图表 12: 新三板企业潜在被并购标的.....	19

1 不断加速——科创板从提出到落地

当前中国经济处在减速换挡阶段，创新驱动战略成为了中国经济发展结构优化、质量提升的主要驱动力。而自2018年11月科创板概念横空出世后，在不到半年的时间里，迅速为整个创新科技板块注入了新的活力。参照创业板的开板经历（从2000年筹建到2007年框架初定到2009年正式开板），科创板的落地工作可谓神速，这也反映出管理层对于科创板的推出持以非常积极的态度。下面我们将对科创板在落地过程中所有政策进行梳理，并分析科创板加速落地的必要性。

1.1 科创板相关政策梳理

从下面政策梳理来看，按照当前的时间进度，科创板预计将于2019年6月-8月正式开板。从提出概念到预计的正式落地时间，整个过程尚不满一年，这与创业板落地时的推进速度相比，可谓神速。同期的创业板，深市在2000年提出筹建，随后进入6年的搁置期，期间中小板作为过渡先登陆了深市，直至2006年，监管层表示会在适时推出创业板。此后在2007年创业板的框架初步拟定，到2009年创业板正式开板，创业板从筹建推出到最终上市开板经历了快10年的时间。科创板相关细则的快速落地，一方面有创业板相关经验积累在前，另一方面也反映出了监管层对这一场内市场给予的重视，我们将会在下节进行具体的分析。

图表 1：科创板时间轴梳理

时间	政策汇编
2018.11.5	国家主席习近平在首届中国国际进口博览会上开幕式上提出设立科创板并施行注册制
2018.11	湖北、安徽、江苏、浙江等多个地区的相关部门策划高新技术企业去科创板上市
2018.12	上交所完成设立科创板并试点注册制的方案草案
2018.12.24	证监会在部署 2019 年九项重点工作时，将促成科创板尽快落地放在首位
2019.1.23	中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。
2019.3.11	证监会副主席阎庆民表示，科创板推出后，会统筹推进创业板和新三板的改革
2019.1.31	证监会公布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》、《科创板上市公司持续监管办法(试行)征求意见稿》
2019.3.2	征求时间截止后，证监会正式发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》。上海证券交易所紧随其后，正式发布设立科创板并试点注册制相关业务规则和配套指引。
2019.3.18	上交所科创板股票发行上市审核系统正式运行
2019.3.19	上交所发布关于科创板投资者教育与适当性管理相关事项的通知
2019.4.10	截至 4 月 15 日，上交所已经受理 77 家企业的科创板上市申请，并对其中 40 家进行问询
2019.6-8	科创板有望开板

资料来源：wind，首创证券研发部

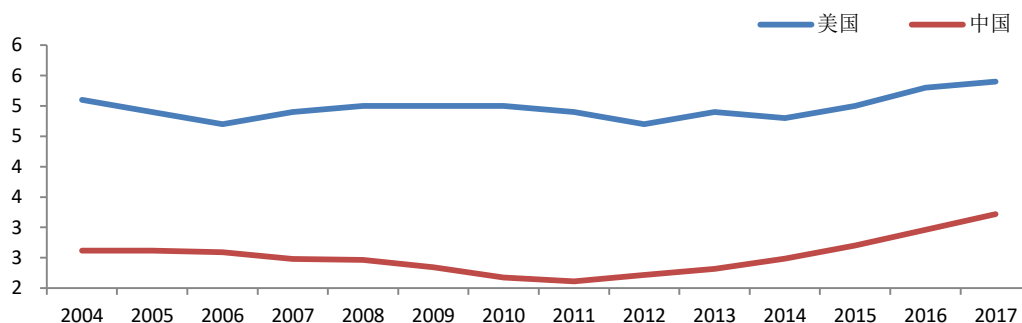
1.2 加速推进科创板落地的必要性

1.2.1 引导社会资本进入科创领域

2010年以来，国内经济增速逐步放缓，经济由“量”到“质”的追求转变，使得产业结构的优化升级成为经济转型的重要驱动力。借鉴欧美等发达国家经验，通过科技创新驱动来引领整个产业结构的升级成为了首要途径。自2012年监管层提出创新驱动战略以来，信息传输、计算机服务和软件业增加值占GDP比重由2.21%提升至2018年的3.6%，5G、云计算、光伏等新兴领域也实现了巨大的突破。尽管信息科技类行业增加值占比与发达国家进一步缩小，然而中兴事件却让国内进一步认识到，与欧美等发达国家在一些关键领域仍然存在一定差距，这也将对创新科技产业的发展形成制约。

从欧美等发达国家对创新科技领域的发展策略来看，国家战略资本与社会资本的合力是创新科技产业发展的基础与动力。很显然，近几年持续飙升的房价表明，大量的社会资本并未进入到创新产业领域，而是还停留在房地产等传统领域，这也导致了仅获得国家战略资本支持的创新科技产业不能获得最大的发展加速度，也不能为国内经济的发展提供最强的驱动力。因此，在这种情况下，引导社会资本进入创新科技领域成为创新驱动战略的重要发展路径，科创板的提出与加速落地也就应时而生。我们看到，2018年中国股权投资市场基金募集总规模为13300亿美元，同比骤降25.6%，反映出科创企业融资陷入困境。没有资本的投入，科技创新产业就很难获得较强的发展动力。而科创板的及时推出，将完善了整个创投产业链条，甚至解决了阻碍社会资本投资创新科技领域的最大问题——退出机制不完善，这将进一步增强对社会资本的进入的吸引力。

图表 2：中美信息服务增加值占 GDP 比重（%）



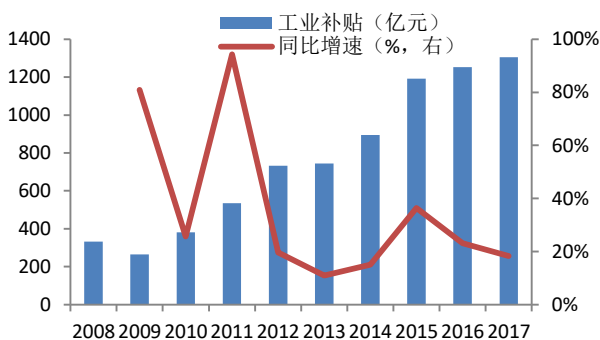
资料来源：wind，首创证券研发部

1.2.2 中美贸易对抗下国家资本支撑的新路径

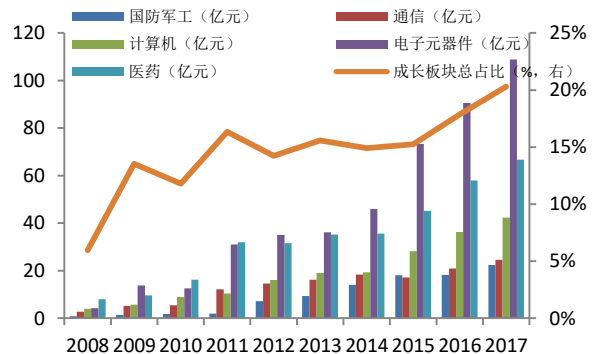
中美贸易摩擦中，大量的工业补贴与强制技术转移等问题成为美方一直诟病的领域。我们在1.2.1中曾经提到，对创新科技产业的扶持需要国家资本与社会资本的合力，而国家资本对创新科技产业的扶持主要体现在工业补贴上。我们选取了近十年的全部A股上市公司的工业补贴情况，除了09年和11年出现较大的增速以外，其余8年均稳定的保持在10%-40%的区间内。尽管整体工业补贴的增速略有起伏，但2007年以来成长板块（通信、电子元器件、计算机、国防军工、医药）合计的工业补贴占比却在逐年提升，从2008年的13.53%升至2017年的20.29%。截至2017年，成长板块的工业补贴占整个板块利润的比重达到11.84%。尽管这只是上市公司的数据，但总体来看政府通过工业补贴的形式，对创新科技类产业提供了较强的政策支持。

但是，这一国家资本的注入形式可能会随着中美贸易谈判的达成而最终削弱。自2018年12月中美两国领导人会面以来，围绕工业补贴、强制技术转移层面的争论就不曾停止，这也成为中美谈判的一个重要障碍点。而随着中美贸易对抗转向缓和，虽然我们尚不能获得双方谈判的最终内容，但美方妥协的很重要前提就是中方需要在工业补贴上做出让步。因此，我们认为原有的通过工业补贴对创新领域提供国家资本的形式将受到很大的影响，对创新科技产业的工业补贴额度可能会大幅降低。在这种情况下，管理层希望能借助一种市场化的手段来代替政府补助继续为创新科技板块提供国家资本的支撑。因此，通过科创板这个场内市场为创新科技板块提供直接融资很大程度上解决了这个问题。而随着中美贸易谈判接近尾声，工业补贴的最终调整方案也将随着双方的贸易协定而公布，这也使得科创板的推出工作需要不断提速。

图表 3：2008-2017 上市公司政府补贴情况



图表 4：2008-2017 成长板块上市公司补贴及占比情况



资料来源：wind，首创证券研发部

1.2.3 资本市场制度改革的实验田

我们在2019年投资策略报告《弱周期下的三条“寻宝”路线》中曾经提到，资本市场改革将是2019年贯穿全年的重要主线，而科创板将成为完善交易制度、试行注册制等资本市场改革的重要试验田。实际上，在2018年管理层就力图推进CDR的发行以及鼓励创新产业的独角兽优先上市来吸引在海外上市的优秀公司回归A股，然而在市场情绪较弱的情况下，CDR对A股市场的分流效应导致市场出现大幅下跌，这使得监管层更加谨慎的对待资本市场改革所产生的潜在影响。而被授权推进的注册制改革在2018年期限届满后被延期至2020年，也同样反映出监管层对重大制度改革的谨慎。科创板的推出，刚好提供了一个试点区，这样既可以将潜在风险有效控制在一个板块内，同时可以在实验中对相关制度予以完善后再向整个A股市场推广。

因此，我们看到注册制在科创板试点推出，包含上市标准、交易层次等方面均体现出较强的包容性，企业不仅可以通过IPO、CDR两种方式登陆科创板，而且尚未盈利的企业也可以通过满足特定的上市标准而登陆科创板，这在鼓励创业初期的企业获得更多的资金的同时，也为后续CDR的推出打下基础。同时，在证监会副主席方星海两度提及“新股发行首日涨跌停制度严重扭曲价格”后，我们观察到科创板对新股上市前5日不设涨跌幅限制，其后设置日内20%的涨跌幅限制，这也同样是交易制度改革的一次尝试。我们相信，未来包含“T+0”在内的交易制度可能都将在科创板出现，在试验之后推广到整个A股市场将是资本市场制度改革的重要路径。

2 科创板与同类型市场的比较

在科创板相关细则落地后，我们将创新板、新三板、科创板以及美国的纳斯达克市场进行比较，从市场类型、公司类型、上市标准、审核制度等四个方面来进行分析。

第一，在市场类型方面，科创板与此前设立的新三板有显著不同，是设立在上交所的一个场内市场，甚至被称为中国版纳斯达克。这也意味科创板与2009年成立的创业板一致，战略地位要高于新三板，板块内部的流动性也将好于新三板。

第二，在板块内的公司类型上，创业板、科创板、纳斯达克、新三板均以服务中小企业为目标，但在行业选择上更加倾向于高成长性与高科技属性。同时，相比于创业板与纳斯达克等聚焦高成长性的传统科技行业，科创板更加突出了板块内上市公司应是符合国家高新技术和战略性新兴产业要求的科创类企业（新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药），这也使得科创板与当前国家的产业结构优化升级更加息息相关，战略高度更高。

第三，在上市标准上，科创板在财务标准方面体现出更大的包容性，未盈利的公司也可以登陆科创板。相比于创业板、新三板均对盈利有较为严格的要求，科创板在上市标准方面与纳斯达克相类似，针对不同情况的上市公司设定不同的上市标准，不设置盈利为正的硬性要求，这也使得处在孵化阶段的科创企业有机会更早的获得长期股权资金。

第四，在审核制度上，相较于创业板的核准制，科创板施行注册制，这也极大的提升了发行效率。在当前沪深两市，IPO审核方式主要为核准制，监管层负责审核。而科创板施行的注册制，由交易所进行审核，监管层负责注册，上市的流程大大缩短，企业上市的效率也将提升。

总体来看，科创板相较于创业板与新三板，拥有更高的战略高度，而其在上市标准及审核制度方面的积极尝试，与国际发达国家较成熟的市场相类似。同时我们也看到，包含“t+1”以及涨跌停板在内的交易制度仍然和纳斯达克有所不同，未来均有可能在科创板进行尝试。

图表 5：主要同类型市场比较

	创业板	纳斯达克	科创板	新三板
市场类型	场内市场	场内市场	场内市场	场外市场
公司类型	创业型企业、中小企业和高科技产业企业	经营生化、生技、医药、科技、加盟、制造及零售连锁服务公司，经济活跃期满一年以上，且具有高成长性、高发展潜力者	符合国家高新技术和战略性新兴产业要求的科创类企业	创新型、创业型、成长型中小微企业
存续期要求	3 年	不同上市标准存续期要求不一样	2 年	2 年
上市财务标准	最近两年连续盈利，最近两年净利润累计>1000 万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入>500 万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；最近一期末净资产>2000 万元，且不存在未弥	标准一 股东权益>1500 万美元；一个财政年度或者近 3 年里的两年中拥有 100 万美元的税前收入；110 万的公众持股量；公众持股的价值>800 万美元；每股买价>5 美元；持 100 股以上的股东>400；3 个做市商；须满足公司治理要求。 标准二 股东权益>3000 万美元；110 万股公众持股；公众持股的市场价值>1800 万美元；每股买价>5 美元；持 100 股以上的股东>400；3 个做市商；两年的营运历史；	标准一 市值>10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润>5000 万元，或者预计市值>10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入>1 亿元； 标准二 预计市值>15 亿元，最近一年营业收入>2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例>15%； 标准三 预计市值>20 亿元，最近一年营业收入>3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额	最近两个完整会计年度的营业收入累计>1000 万元；因研发周期较长导致营业收入<1000 万元，但最近一期末净资产>3000 万元的除外。报告期末股本>500 万元。报告期末每股净资产>1 元/股。

	补亏损；发行后股本总额>3000万元。发行人的主要资产不存在重大权属纠纷。	须满足公司治理要求。 标准三 市场总值>7500万美元；或者资产总额达及收益总额达分别达7500万美元；110万的公众持股量；公众持股的市场价值>2000万美元；每股买价>5美元；持100股以上的股东>400；4个做市商；须满足公司治理要求。	累计>1亿元； 标准四 预计市值>30亿元，且最近一年营业收入>3亿元； 标准五 预计市值>40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件	
审核制度	核准制	注册制（从递交到生效4-8周）	注册制：上交所负责科创板企业发行上市审核，在收到注册文件后5日内作出是否受理决定；中国证监会收到上交所报送的审核意见、发行人注册申请文件及相关审核资料后在20个工作日内决定是否对股票发行进行注册。	注册制
交易准入门槛	无	无	资产>50万元人民币	资产>500万元

资料来源：wind，首创证券研发部

3 科创板落地后的三条主要投资路线

随着科创板的落地，科创板的相关执行细则已经基本确立。按照我们的判断，最早的开板时间可能在六月份。在投资策略上，我们将从科创板直接投资机会、同类型板块与行业的估值溢价效应、新三板相关概念机会三大角度来分析科创板落地后潜在投资机会，从比较优势的角度建议积极参与科创板网下打新，配置A股市场中的券商板块、创投板块以及科创板参股影子股，同时对A股市场与科创板涉及行业相关、可能引发估值溢价的通信、电子元器件、计算机、国防军工、医药等相关板块予以配置，关注新三板潜在标的的转板与并购重组机会。

3.1 科创板直接投资机会

科创板直接投资机会主要集中在打新收益及A股市场以下三个板块：券商板块、创投板块以及科创板影子股。

3.1.1 科创板网下打新收益优势显著

从上文与同类型的市场比较中我们可以看出，科创板相较于主板及创业板具有较大的优势，主要体现在时间价值较高、估值溢价空间更大、机构投资者中签率更高三个方面。第一，科创板具有较强的时间价值，相比于主板与创业板的核准制，科创板试点注册制可以在很大程度上节省排队上市的时间。按照要求，上交所在收到注册文件后5日内作出是否受理决定，中国证监会收到上交所报送的审核意见、发行人注册申请文件及相关审核资料后在20个工作日内决定是否对股票发行进行注册，这使得企业的上市流程极大的缩短，投资者可以在较短时间内获得较多的标的选择，这也使得投资者可以在较早的阶段进行捕捉。

第二，由于科创板的上市标准打破了盈利的硬性要求，传统的PE估值方法可能会失效，针对不阶段的企业可能会有不同的估值方法，例如P/S、PB-ROE及FCFF等估值法。同时，由于取消了直接定价的要求，市场化的询价方式也会使得不同的投资者可能会采用不同的估值方法。考虑到科创板企业大部分处在早期的成长的阶段，较高的成长性使得科创企业可以获得更高的估值溢价。同时，相比于征求意见稿，《科创板股票发行与承销实施办法》将优先向公募、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金等网下发行数量从40%提高到50%，社保基金、养老金等机构的参与，也使得机构在定价时，将会赋予科创板优质标的较大的估值空间。

第三，在目前主板、中小板与创业板的打新规则中，网下配售比例只有10%。而根据上交所《科创板股票发行与承销实施办法》，网下初始比例不得低于70%-80%（依据总股本是否超过4亿而定），远高于目前A股市场的要求。与此同时，我们发现，在科创板的网下询价中，仅包括了证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等专业机构投资者，并未包含个人投资者，因此，政策倾斜使得机构投资者的中签率进一步提升。因此，无论从时间价值、估值溢价水平还是中签概率来说，科创板网下打新均较当前A股市场其他板块有较大的相对优势。

3.1.2 券商板块

对于券商板块而言，科创板的上市工作有望为券商带来增量业务收入，增强券商板块业绩改善预期。结合创业板开板当季度35家公司上市节奏来看，预计科创板将在下半年迎来80-100家公司上市。而从目前科创板已经受理的77家公司来看，合计募集资金规模为689.1亿元，按照平均每家募集资金9亿元的规模来看，预计2019年上市募集资金可达720-900亿元。按照3%-5%的承销保荐费率，预计可为券商板块带来21.6-45亿的增量业务收入，占2018年投行业务收入的8.35%-17.41%，占2018年整个证券行业业务收入的0.81%-1.69%。值得注意的是，从当前已经受理的77家公司来看，中信建投保荐企业家数最多达14家，中信证券、华泰联合证券、中金公司分别以9家、7家、6家分列其后。这表明资本实力雄厚、投行业务能力较强的大券商项目储备较为充足，可能成为潜在的率先受益的对象。根据我们对2018年全行业的IPO承销保荐情况梳理，券商板块中投行业务能力较强的中信证券、中金公司、华泰证券、中信建投、招商证券等公司有望从科创板上市承销保荐中率先受益。

图表 6：2018 年证券公司 IPO 承销保荐情况

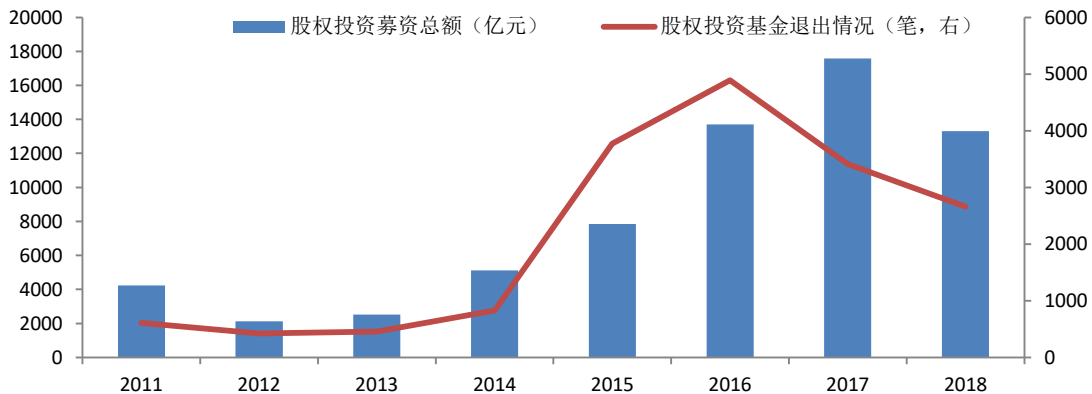
机构简称	IPO 保荐数量 (个)	IPO 募集资金 (亿元)	市场份额 (%)
中金公司	8	368.09	26.76
华泰联合证券	6	194.85	14.17
中信建投	8	132.25	9.62
中信证券	14	127.76	9.29
招商证券	9	78.76	5.73
国信证券	2	45.22	3.29
广发证券	6	37.95	2.76
国泰君安	4	28.69	2.09
兴业证券	4	27.99	2.04
浙商证券	1	26.73	1.94

资料来源：wind，首创证券研发部

3.1.3 创投板块

科创板的设立将完善整个创投创业链，直接利好创投板块业绩的提升。据清科研究中心统计，2018年全年股权投资募集数量为3726只，同比上升1.76%，但资金规模仅为13300亿元，同比下降25.6%，出现大幅萎缩，这也表明科技型企业募资难度进一步加大。其中，退出机制不畅通是募资困难的重要原因。2018年全年股权投资市场推出数为2657笔，为近四年来的最低水平，较2017年下滑22.05%，而IPO退出案例较2017年下滑了21.51%，这表明，退出机制受阻尤其是IPO退出显著放缓，拖累了整个股权投资募集规模。科创板块的成立，将弥补了当前IPO审核节奏放缓引发的退出机制不完善的问题。这样不仅有利于吸引更多的资金进入优质科技企业，缓解其募资困难的困境，更有利于创投板块对其利润的兑现。尤其是在目前整体IPO审核节奏趋缓、通过率维持在70%之下的背景下，科创板叠加注册制的推出，无疑将对创投板块的业绩改善提供较强的支撑。

图表 7：2011-2018 年中国股权投资市场情况



资料来源：首创证券研发部根据清科研究中心数据整理

3.1.4 科创板 A 股影子股

在科创板开板后，其在A股市场的影子股也将因为业绩改善预期而存在投资机会，但须去伪存真，参股比例是重要标准。截至4月15日，在已经受理的77家科创板公司中，科创板的影子股已经达到63家。然而，我们观察到，在已经参股或者间接持有的影子股中，接近80%的影子股均为股权投资基金、创投基金等间接持有，直接持有或者通过全资子公司持有的影子股仅占到20%左右。实际上，直接持有或者通过全资子公司直接持有的情况下，才有能在潜在标的公司科创板登陆后带来合并报表范围的投资收益。同时，仅有影子股持股比例较大的时候，才能对其产生显著的业绩影响。由此可见，当前大部分影子股均是跟风炒作，科创板相关标的并不一定都能为上述影子股带来显著的业绩改善。而大量科创板影子股在披露首日大幅冲高后的分化表现，也反映出仅靠概念炒作并不能使参股公司在长期获得资金的青睐。

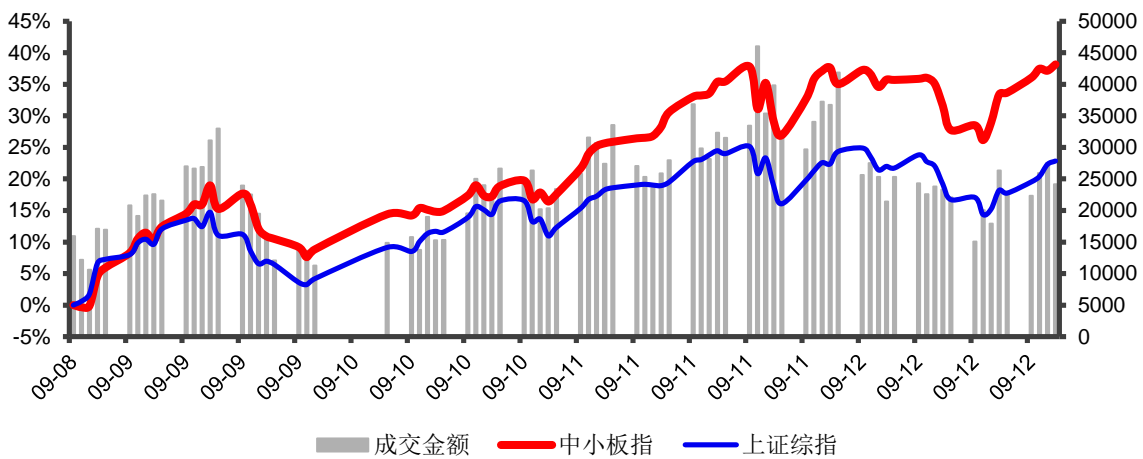
而经过我们梳理，在这63家影子股中，有13家影子股是直接持有科创板潜在标的的股份，其中持有比例较大的A股上市公司是通化东宝、中科曙光、千方科技、启明星辰、光线传媒，分别直接持有特宝生物33.94%、直接持有中科星图23.29%、通过全资子公司持有鸿泉物联19.94%的股份、直接持有恒安嘉新13.68%的股份、直接持有当虹科技12.53%的股份，其余直接持有比例均在5%之下。未来随着科创板受理公司的增多，A股影子股群体也将扩大，建议投资者按照是否直接持股以及持股比例大小来对科创板的A股影子股进行筛选，从而去伪存真。

3.2 同类型板块与行业的估值溢价效应

科创板在开板前后，可能会引起创业板及其他板块同类型行业的估值溢价，从而存在一定的投资机会。据我们统计，在创业板开板前一个月，中小板指上涨6.96%，估值PE（TTM，下同）从34.08X到34.79X；上证综指涨幅为7.12%，估值PE从21.26X提升22.36X。而创业板于2009年10月30日开板后，与创业板类型相近的中小板在随后的两个月内涨幅达到18.67%，PE提升至40.14X；而同期的上证综指涨幅仅为7.21%，PE提升至24.62X。很显然，与创业板类型相近的中小板在创业板开板之后出现了显著的估值提升。因此，考虑到科创板的高成长性将会被赋予更高的估值空间，与科创板类型相似的创业板也很有可能在科创板开板之后迎来估值比较下的溢价效应。

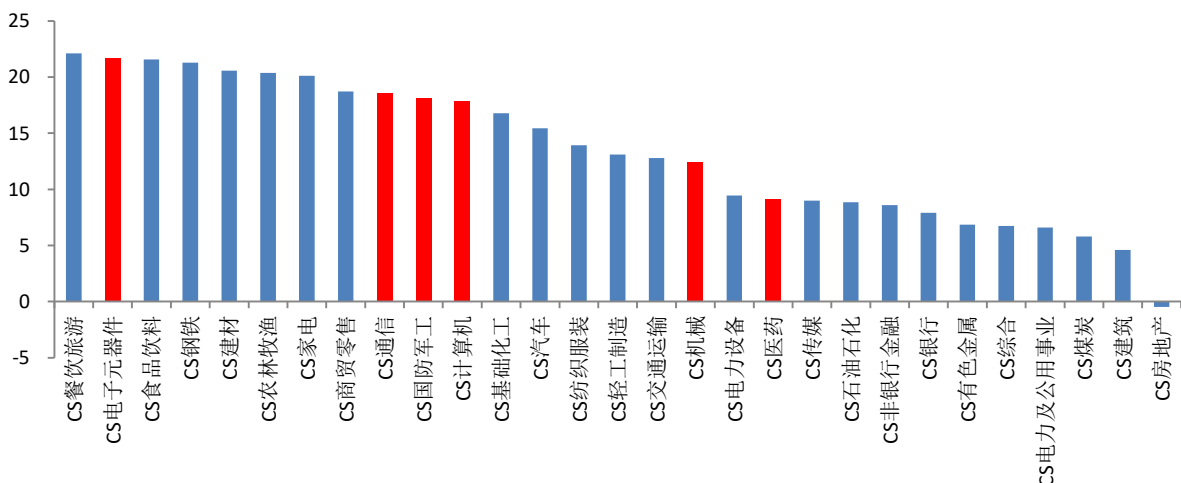
与此同时，与创业板上市公司相关的行业也出现了显著的估值溢价。在创业板2009年上市的35家公司中，占比较大的医药、电子元器件、计算机、机械、通信行业的上市公司分别有7、4、7、2个。而在创业板开板后，上述五个行业的涨幅分别为9.16%、21.66%、17.87%、12.47%、18.53%，均显著跑赢同期上证综指的涨幅。因此，科创板上市后，有可能对创业板相关的行业形成估值溢价。而科创板在设立之初就指出要服务于高新技术与新兴产业，包含新一代信息技术、高端装备制造和新材料、新能源及节能环保、生物医药、技术服务等五个方面，涉及集成电路、人工智能、云计算、物联网、生物医药、新能源等行业。而从已经受理的77家公司来看，通信、电子元器件、计算机软件信息服务相关行业的公司数量最多达35家，接近总数的二分之一，医药制造行业相关的公司数量为8家。因此，我们认为在科创板的开板前后，以计算机、电子元器件、通信、医药行业为代表的创新科技板块将迎来显著的估值溢价。

图表 8：2009 年 9 月-12 月中小板指与上证综指涨幅对比



资料来源：wind，首创证券研发部

图表 9：2009 年 9 月-12 月各个行业涨跌幅情况（标红行业为创业板 2009 年上市公司所属行业）



资料来源：wind，首创证券研发部

3.3 新三板概念机会

由于新三板与科创板均主要服务于创新型、创业型、成长型中小微企业，因此部分符合上市条件的新三板上市公司存在转板与成为并购重组的潜在标的可能，这也将催生投资机会。在当前新三板整体流动性较差的情况下，优质企业通过转板、被并购等途径增加退出渠道兑现利润、实现估值溢价是两大存在明确的概念机会。

3.3.1 转板科创板机会

3月15日全国股转公司官方发布新闻发言人答记者问的相关消息，其中提到，新三板企业申报科创板无需摘牌，且转板已有成熟的制度安排，在证监会核准后，全国股转公司将根据挂牌公司申请及时终止其股票挂牌。在转板制度确认后，新三板上市公司备战新三板的路径也进一步明确，这也使得符合标准的新三板公司存在投资机会。

截至4月15日，已经有包含现在股份、凌志软件、联瑞新材等27家新三板公司在公告中表明拟上科创板，主要集中于软件开发、节能环保、信息技术、新材料等领域，与科创板对企业定位要求较为一致。而在已经受理的77家科创板公司中，包含江苏北人、凌志软件、联瑞新材、泰坦科技、金达莱、西部超导、嘉元科技在内的尚在新三板挂牌7家公司已经成功完成了向上交所的材料提交工作。此外，尚有10家原新三板挂牌企业已经完成了向上交所材料提交工作，总计有17家科创板受理企业来自于新三板，占总数的22.8%，这也验证了新三板转板科创板的可行性。而根据我们梳理，从五套财务标准上看，新三板符合的公司大概在400家左右，但考虑到行业类别及龙头的稀缺性，潜在可能登陆科创板的新三板公司可能不超过40家。因此，建议投资者围绕已经公告拟登陆科创板的公司以及与科创板行业定位相符合的公司，从财务标准、知识产权水平、商业模式等标准重点关注具有转板潜力的新三板公司。

图表 10：已经公告拟转板科创板的新三板公司情况（标黄企业为已经被科创板受理企业）

证券代码	名称	所属证监会行业	归母净利润情况
836084.OC	江苏北人	制造业	2018 年年报 0.51 亿元
831647.OC	联瑞新材	制造业	2018 年年报 0.58 亿元
831628.OC	西部超导	制造业	2018 年年报 1.34 亿元
430642.OC	映翰通	制造业	2018 年年报 0.46 亿元
832086.OC	现在股份	信息传输、软件和信息技术服务业	2018 年业绩快报 0.29 亿元
833790.OC	嘉元科技	制造业	2018 年年报 1.76 亿元
830866.OC	凌志软件	信息传输、软件和信息技术服务业	2018 年年报 0.91 亿元
833137.OC	通宝光电	制造业	2018 年年报 0.26 亿元
430141.OC	久日新材	制造业	2018 年年报 1.76 亿元
835124.OC	泰坦科技	科学研究和技术服务业	2018 年年报 0.59 亿元
832800.OC	赛特斯	信息传输、软件和信息技术服务业	2018 年业绩快报 1.87 亿元
830978.OC	先临三维	信息传输、软件和信息技术服务业	2018 年业绩快报 0.32 亿元
830777.OC	金达莱	水利、环境和公共设施管理业	2018 年年报 2.36 亿元
830965.OC	大力电工	制造业	2017 年年报亏损 0.15 亿元
831929.OC	惠尔明	制造业	2017 年年报 0.11 亿元
830978.OC	先临三维	信息传输、软件和信息技术服务业	2017 年年报 0.31 亿元
837920.OC	盛本智能	制造业	2017 年年报 0.71 亿元
838275.OC	驱动力	制造业	2018 年年报 0.35 亿元
834990.OC	新数网络	信息传输、软件和信息技术服务业	2018 年年报 0.29 亿元
839097.OC	泽达易盛	信息传输、软件和信息技术服务业	2017 年年报 0.44 亿元
834342.OC	慧云股份	信息传输、软件和信息技术服务业	2018 年年报 0.28 亿元
430017.OC	星昊医药	制造业	2017 年年报 0.48 亿元
833157.OC	京冶轴承	制造业	2017 年年报 0.43 亿元
837344.OC	三元基因	制造业	2018 年年报 0.58 亿元
833990.OC	迈得医疗	制造业	2018 年年报 0.56 亿元
833757.OC	天力锂能	制造业	2018 年年报 0.53 亿元
430581.OC	八亿时空	制造业	2017 年年报 0.53 亿元

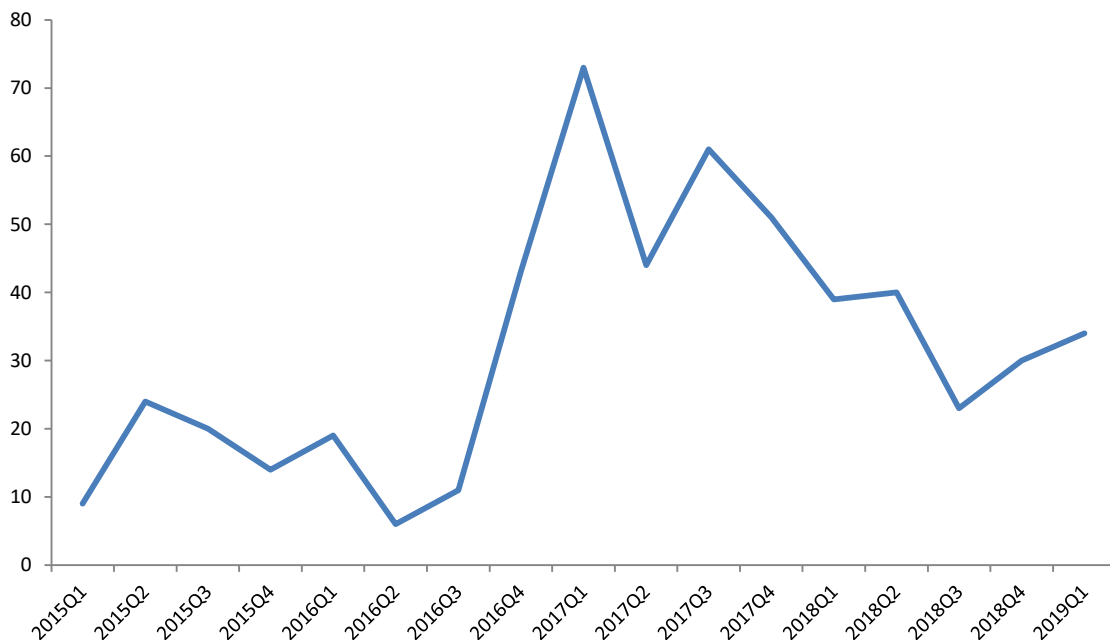
资料来源：wind，首创证券研发部

3.3.2 被科创板企业并购机会

对于现在尚在挂牌的新三板企业来说，被科创板企业并购是另外一条实现估值溢价的道路。自2015年以来，新三板企业被上市公司并购数量逐年递增并在2017年一季度达到顶峰，但随着2017年2月发布的再融资新政严控并购融资，2017年新三板企业被上市公司并购数量有所下降，但整体仍然维持在较高位置，这表明新三板企业被并购的市场仍然较为活跃。自2018年下半年开始，并购重组及再融资政策持续放松，监管层从审核机制、定价机制、融资渠道及用途、信批及监管流程等多角度鼓励并购重组，刺激并购重组市场逐步回暖。随着2018年企业集中计提大规模商誉减值，商誉减值风险释放后，我们认为2019年并购重组市场将延续回暖趋势，新三板企业并购的政策环境与市场环境良好。

从科创板上市企业的行业、成长性、市值情况三个角度，我们认为潜在的被并购的新三板应该具备符合国家战略新兴产业方向、高成长性、盈利能力较强、估值水平不是很高、市值较小的特点。因此，我们按照市值小于5亿元、加权ROE大于20、市盈率在30以下、行业大类属于新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药四个标准筛选出潜在的64家新三板并购标的。

图表 11：新三板企业被上市公司并购数量（家）



资料来源：wind，首创证券研发部

图表 12：新三板企业潜在被并购标的

证券代码	名称	市盈率 (PE, TTM)	市值 (亿元)	加权净资产收益率	证监会行业	证券代码	名称	市盈率 (PE, TTM)	市值 (亿元)	加权净资产收益率	证监会行业
836188.0C	品茗股份	15.77	4.81	45.3	软件和信息技术服务业	837793.0C	定华电子	18.57	0.95	53.84	仪器仪表制造业
831407.0C	万泰中联	19.41	4.42	22.64	软件和信息技术服务业	839086.0C	圣剑网络	26.25	0.94	33.07	软件和信息技术服务业
837344.0C	三元基因	10.12	4.29	27.45	医药制造业	831319.0C	绿蔓生物	21.22	0.91	25.12	医药制造业
833234.0C	美创医疗	27.99	4.26	50.41	专用设备制造业	835191.0C	东方网升	14.14	0.84	71.68	互联网和相关服务
839158.0C	酷炫网络	14.20	4.24	59.47	互联网和相关服务	839760.0C	达俊宏	25.71	0.81	22.48	计算机、通信和其他电子设备制造业
838934.0C	叙简科技	23.58	4.00	40.5	软件和信息技术服务业	831317.0C	海典软件	10.72	0.76	27.37	软件和信息技术服务业
832584.0C	观想科技	18.33	4.00	42	软件和信息技术服务业	870259.0C	易捷通	9.11	0.76	25.5	计算机、通信和其他电子设备制造业
870164.0C	虎巴股份	28.14	3.50	21.68	互联网和相关服务	834407.0C	驰诚股份	7.29	0.72	24.19	仪器仪表制造业
832147.0C	斯菱股份	25.55	3.45	41.55	汽车制造业	872603.0C	兴元科技	23.61	0.70	28.81	专用设备制造业
839556.0C	思泉新材	24.50	3.41	26.79	计算机、通信和其他电子设备制造业	838449.0C	云多科技	6.88	0.62	23.1	软件和信息技术服务业
832548.0C	金泉科技	12.41	3.18	24.36	医药制造业	832059.0C	欧密格	6.92	0.62	26.58	计算机、通信和其他电子设备制造业
870147.0C	可可磁业	19.85	3.16	20.03	计算机、通信和其他电子设备制造业	833753.0C	超音速	8.42	0.62	36.5	专用设备制造业
872335.0C	万洁天元	15.00	2.86	20.21	专用设备制造业	833244.0C	骏环昇旺	0.75	0.61	28.16	软件和信息技术服务业
836812.0C	雷格特	5.49	2.69	31.48	专用设备制造业	430256.0C	卓繁信息	8.71	0.60	20.28	软件和信息技术服务业
834470.0C	羲和网络	26.09	2.54	54.81	互联网和相关服务	836442.0C	群智合	9.18	0.60	133.81	软件和信息技术服务业
836874.0C	翔晟信息	23.68	2.53	24.86	软件和信息技术服务业	835820.0C	晨晓科技	2.80	0.60	25.4	计算机、通信和其他电子设备制造业
870209.0C	小鸟股份	7.63	2.26	24.6	计算机、通信和其他电子设备制造业	831932.0C	东南电器	2.94	0.56	21.78	电气机械及器材制造业
837919.0C	天维信息	21.71	2.23	25.34	软件和信息技术服务业	836395.0C	朗鸿科技	7.94	0.52	31.37	计算机、通信和其他电子设备制造业
430069.0C	天助畅运	10.72	2.18	32.93	专用设备制造业	831937.0C	建研信息	6.09	0.39	64.71	软件和信息技术服务业
871785.0C	崧盛股份	6.19	1.99	76.43	计算机、通信和其他电子设备制造业	833170.0C	亿能达	4.93	0.35	23.51	软件和信息技术服务业
871115.0C	昆汀科技	11.25	1.91	24.24	互联网和相关服务	837327.0C	创远科技	3.70	0.35	21.19	软件和信息技术服务业
834322.0C	赛思软件	4.19	1.81	21	软件和信息技术服务业	835897.0C	久通物联	13.61	0.33	39.67	计算机、通信和其他电子设备制造业
870111.0C	昂捷信息	5.31	1.75	42.51	软件和信息技术服务业	870100.0C	商翔科技	2.39	0.30	36.19	互联网和相关服务
839364.0C	赛骄阳	4.65	1.62	41.99	电气机械及器材制造业	839033.0C	恒电科技	27.73	0.30	24.82	软件和信息技术服务业
831696.0C	赤诚生物	14.97	1.55	20.06	化学原料及化学制品制造业	872599.0C	警圣技术	3.11	0.28	27.7	专用设备制造业
837247.0C	洪海龙腾	22.98	1.50	46.01	互联网和相关服务	836489.0C	科润光电	24.69	0.21	25.39	计算机、通信和其他电子设备制造业
832524.0C	尚洋信息	11.15	1.49	21.51	软件和信	838448.0C	联创云科	3.80	0.17	29.08	互联网和相关

					息技术服务 业						服务
833458.0C	悦为电商	21.16	1.33	46.51	互联网和 相关服务	839116.0C	海辰科技	10.97	0.14	21.07	软件和信息技术 服务业
835053.0C	帝尔激光	1.85	1.30	80.29	专用设备 制造业	871962.0C	中能达	29.42	0.13	45.03	软件和信息技术 服务业
831167.0C	鑫汇科	8.78	1.16	27.54	电气机械 及器材制 造业	430671.0C	一卡易	0.93	0.11	26.13	软件和信息技术 服务业
839036.0C	珠海鸿瑞	5.66	1.02	54.67	软件和信 息技术服 务业	836461.0C	博岳股份	1.34	0.08	79.91	软件和信息技术 服务业

资料来源：wind，首创证券研发部

4 主要风险点

4.1 科创板推出节奏的把握

科创板的推出的确会对其他市场产生一定的分流效应，这就要求监管层对科创板推出的节奏和整体市场环境热度有较高的把握。以2017年推出的CDR为例。2017年三月中旬监管层首次提出要推出CDR，随后相关执行细则加速落地，六只独角兽CDR基金成立并募集1048亿元，小米也一度要在6月第一个推出CDR。然而在中美贸易摩擦不断升级的背景下，市场情绪降至冰点，CDR的加速推出进一步加剧了分流效应，上证综指在3月到6月之间下跌14.33%，日均成交量从4674亿元下滑至3152亿元。

当前市场热度较高，上证综指年初至今反弹已经达到30.8%，市场日均成交量也已经从年初的2966亿元回升至10046亿元，市场整体的环境有利于科创板的推出，但仍然不能忽视推出节奏过快而产生的分流效应。我们结合科创板目前已受理的企业情况和创业板推出当年的节奏，预计到年底上市科创板的企业大概在80-100家，募集资金为720-900亿元，倘若科创板上市的公司推出节奏超出市场能承受的范围，可能会对主板市场产生一定的冲击。因此，监管层对科创板推出的节奏把握比较重要。

4.2 新的估值与交易规则下打新收益波动性加大

尽管我们在上文中分析，参与科创板打新的比较优势较为显著，但新的估值定价与交易规则，使得科创板打新收益波动性加大。一方面，与主板、创业板及中小板不同的是，科创板采用市场化定价法，打破了23倍市盈率上限，这就使得企业登陆科创板之时存在接近自身实际估值的可能，甚至可能出现上市前估值高估，然后上市后估值向下收敛的情况，会对科创板本身和其他板块的市场造成一定的冲击。另一方面，交易制度在科创板也有了新的变化，科创板上市五日内不设涨跌停板，这使得科创板在开板首日极可能遭遇爆炒，然后在五日内逐步冲高回落，这也导致投资者的打新策略与以往不同，从而造成打新收益波动性较大，潜在的波动性风险需要注意。

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现