

2020 年 04 月 28 日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-60338120 fanl@ghzq.com.cn

资本市场的市场化改革再进一步

——创业板试点注册制点评

相关报告

《证监会《指引》点评：推进新三板改革，公募基金参与投资精选层》——2020-04-19

《4 月 17 日政治局会议点评：前所未有负增长之后的政策部署》——2020-04-18

《一季度经济数据超预期的背后：谁挽救了 GDP？》——2020-04-17

《3 月贸易数据点评：超预期的进出口数据或难以持续》——2020-04-14

《《科创板股东非公开转让及配售减持》简评：避免冲击二级市场的科创板减持新方式》——2020-04-06

事件：

4 月 27 日，中央深改委第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》（以下简称《总体方案》）。中国证监会当日就《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等 4 项创业板发行管理条例修订草案向社会公开征求意见，深交所同步就《创业板股票发行上市审核规则》等 8 项业务规则向社会公开征求意见。我们认为创业板注册制改革一触即发，从长期而言，改革有助于市场在资本市场的资源配置中发挥更重要的作用，有助于向创新型经济转型和金融稳定。当然，短期而言创业板交易的风险有所上升，供给增加也可能会冲击存量上市公司的壳价值。

投资要点：

- **注册制改革充分吸收科创板成功经验。**本次创业板试点注册制，程序上分为交易所审核、证监会注册两个相互衔接的环节。总体借鉴了科创板试点注册制的核心制度安排，在发行条件、审核注册程序、发行承销、信息披露原则要求、监管处罚等方面与科创板相关规定基本一致。这样做一方面可以防止制度套利现象发生，另一方面也是对已有成功经验的充分利用。

另外，创业板以主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合为定位，而科创板以服务符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业为定位。二者定位有所区别，本次创业板试点注册制，能够起到与科创板互补的作用。

- **上市条件更市场化，红筹结构企业和特殊股权结构企业可以上市。**对于申请在深交所创业板上市的发行人，根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020 年修订征求意见稿）》（以下简称《上市规则》）有关规定，在满足一些基本条件的前提下，取消了原有的最近一期不存在未弥补亏损的要求，有助于创业型企业上市。

具体而言，对于盈利企业，要求“最近两年净利润均为正且累计净利润不低于 5000 万元”或者“预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元”。对于暂未盈利企业，要求“预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿

元。”

值得注意的是，《深圳证券交易所就公开发布创业板改革并试点注册制业务规则答记者问》称，虽然《上市规则》明确未盈利企业可以上市，但一年内暂不实施，一年后再做评估，这样看来未盈利企业暂时还不能在创业板上市。

新的上市规则也允许红筹企业和特殊股权结构企业于创业板上市：

对于红筹企业，申请在创业板上市的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元。

对于发行人具有表决权差异安排的（即特殊股权结构企业），市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：（一）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元。

■ **在信息披露方面，强化了立严格的信息披露规则体系并严格执行，提高信息披露的针对性和有效性。**确保信息的透明是避免金融市场逆向选择和道德风险的前提，也是注册制改革的关键。

■ **退市指标增加，程序有所简化，加速“差企业”出清。**根据《上市规则》，交易类指标方面，新增“连续 20 个交易日市值低于 5 亿元”指标，适度调整成交量和股东人数退市指标；财务类指标方面，取消单一连续亏损退市指标，引入“扣非净利润为负且营业收入低于一个亿”的组合类财务退市指标；规范类指标方面，新增“信息披露或者规范运作存在 重大缺陷且未按期改正”指标，强化公司合规披露和规范运作意识。根据《深圳证券交易所就公开发布创业板改革并试点注册制业务规则答记者问》，以上退市指标全面交叉适用，且退市触发年限统一为两年。

退市程序方面，取消暂停上市和恢复上市环节，交易类退市不再设置退市整理期，提升退市效率。同时对财务类、规范类、重大违法类退市设置了退市风险警示暨*ST 制度，以强化风险警示。

■ **交易方面，全面放宽涨跌幅限制，增设个人投资者准入条件。**根据《深圳证券交易所创业板股票交易特别规定(征求意见稿)》规定，创业板股票涨跌幅限制比例由 10%提高至 20%，且创业板新股上市前五日不设涨跌幅限制；另外，实施盘后定价交易，允许投资者在竞价交易收盘后，按照收盘价买卖股票。

投资者方面，由于改革后创业板发行条件，交易，退市等制度都有一定变化，投资者的投资经验与风险承受能力便显得尤为重要。对于存量投资者，由于对创业板较为了解，可继续参与交易，但其中

普通投资者参与注册制下首次公开发行上市的创业板股票交易，需重新签署新的风险揭示书。对新申请开通创业板交易权限的个人投资者，为防止其风险承受能力与投资经验较差，增设前 20 个交易日日均 10 万元资产量及 24 个月的交易经验的准入门槛。

- **注册制改革长期利好，短期对于市场或存在一定冲击。**从长期而言，改革有助于市场在资本市场的资源配置中发挥更重要的作用，有助于 PE、VC 产业发展和初创型企业获得融资助推创新型经济发展，有助于降低宏观杠杆率和维护金融稳定。当然，短期而言，涨跌幅的扩大可能意味着交易风险的上升，而供给的增加也会影响创业板公司的“壳价值”，或对市场构成一定冲击。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，疫情持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部信息，本公司对此信息的准确性及完整性不作任何保证。不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5548

