

策略&行业

证券研究报告

2019年03月02日

扬帆出海，科创立国

自2018年下半年经济出现一定程度下行风险以来，市场对于这类对冲经济下行的逆周期政策的讨论就开始不绝于耳。而究竟基建投资会有多大力度？铁路投资的规模会不会低于预期？房地产政策能否出现整体性的放松？都是悬而未决的问题。

但对于2019年，我们有一个非常确定的预期，在所有政策中，最值得期待的就是资本市场改革将继续大刀阔斧地向前推进。而所有改革的措施实际上都可以汇聚到一个点上——发展直接融资、降低金融杠杆风险、支持科创企业发展。

在此过程中，科创板和注册制试点是第一枪。本文天风宏观、策略、海外以及各个行业研究团队，将自上而下，从宏观经济、到资本市场、到海外经验、再到行业趋势等不同维度，为投资者带来科创板的解读。

- 1、宏观角度如何理解科创板：科创板是改革的“牛鼻子”，创新的“实验田”——天风宏观宋雪涛团队
- 2、策略角度如何看待科创板：科创板是资本市场改革的“发令枪”，为A股市场注入新鲜血液——天风策略徐彪、刘晨明团队
- 3、海外角度有何经验可以借鉴：借鉴美港股经验，打造富有活力的“中国科技股圣地”——天风海外何翩翩团队
- 4、科创板之于汽车行业：加速电动智能革命，增强全球竞争力——天风汽车邓学团队
- 5、科创板之于新能源行业：助力新能源行业从政策驱动向技术驱动转型——天风电新杨藻团队
- 6、科创板之于医药行业：医药创新腾飞的起点——天风医药郑薇团队
- 7、科创板之于电子行业：半导体产业受益加速成长，电子企业受益资本市场明显——天风电子潘暎团队
- 8、科创板之于军工行业：科研转化核心土壤，高研发迎接价值重估——天风军工邹润芳团队
- 9、科创板之于券商行业：有望开启中国现代化投资银行的新篇章——天风非银夏昌盛团队
- 10、科创板之于机械行业：新兴制造业肩负升级重任，科创板助推加速——天风机械邹润芳、曾帅团队

风险提示：A股业绩下行超预期、美股下跌、贸易战生变

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

徐彪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080001
xubiao@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

吴黎艳 联系人
wuliyen@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略-上周股市流动性评级为B-除了万亿成交，资金面还有哪些特点？-一周资金面及市场情绪监控（0218-0222）》2019-02-26
- 2 《投资策略：策略-专题研究-2019年哪些政策最值得期待？——兼论金融供给侧改革的内涵》2019-02-24
- 3 《投资策略：策略-一周海外科技风向0224》2019-02-24

内容目录

1. 宏观角度如何理解科创板：科创板是改革的“牛鼻子”，创新的“实验田”——天风宏观宋雪涛团队	8
1.1. 发展科创板，解决中国经济的高债务和信用创造机制不畅等问题	8
1.2. 强大的资本市场是科技大国崛起的基础	8
1.3. 建设强大投行是改革的“突破口”	9
1.4. 用“资本”约束破除“荐而不保”	10
1.5. 科创板有望成为新的“实验田”	11
2. 策略角度如何看待科创板：科创板是资本市场改革的“发令枪”，为 A 股市场注入新鲜血液——天风策略徐彪、刘晨明团队	12
2.1. 科创板发行规则及与原三板区别	12
2.2. 资本市场改革的必要性及科创板的意义	12
2.2.1. 资本市场改革“元年”：2018 年政策回顾	12
2.2.2. 资本市场改革的重要窗口	15
2.2.3. 科创板的增量改革，是扩大直融比重的发令枪	17
2.3. 券商在资本市场改革浪潮中的机遇与风险	18
2.4. 类比创业板推出前后，科创板对 A 股市场有何影响？	20
2.4.1. 示范效应：中小板指和中证 500 表现好于上证综指和沪深 300	20
2.4.2. 分流效应：上证综指和沪深 300 换手率下滑，中小板和中证 500 换手率反而提高	21
2.4.3. 风格效应：消费和成长表现好于周期和金融	21
3. 海外角度有何经验可以借鉴：借鉴美港股经验，打造富有活力的“中国科技股圣地”——天风海外何翩翩团队	23
3.1. 有效借鉴纳斯达克，科创板有望打造中国特色的“科技股圣地”	23
3.2. 港交所新经济政策初显成效，科创板有望进一步提升 A 股活力	24
3.2.1. 新经济政策助力，2018 年全球 IPO 市场香港成为冠军，科创板有望促进更多公司赴 A 股上市融资	25
3.2.2. 港股 TMT 行业市值比例提升，科创板有望促进 A 股行业结构多元化	26
3.2.3. 新经济政策为港股带来投资机会，科创板有望吸引更多投资者、提振市场活跃度	26
4. 科创板之于汽车行业：加速电动智能革命，增强全球竞争力——天风汽车邓学团队	27
4.1. 新能源汽车	27
4.2. 智能驾驶	31
5. 科创板之于新能源行业：助力新能源行业从政策驱动向技术驱动转型——天风电新杨藻团队	36
5.1. 新能源：承载中国能源转型、产业升级重任	36
5.1.1. 新能源是我国能源安全的现实需求	36
5.1.2. 产业升级：新能源所带来的历史机遇	36
5.2. 新能源已从政策驱动转向技术驱动	38
5.3. 新能源的全球争夺已经开始	41
5.4. 科创板为新能源的持续突破带来机遇	44
6. 科创板之于医药行业：医药创新腾飞的起点——天风医药郑薇团队	46

6.1. 科创板有望成为中国医药纳斯达克.....	46
6.2. 创新药将是科创板未来最为受益的板块之一.....	47
6.2.1. 创新药企业，将面临全球化的竞争.....	47
6.2.2. CAR-T 行业迎来全新的时代，国内存量市场空间或达 285 亿元.....	48
6.3. 前沿技术引导产业发展，基因测序打开新市场.....	49
6.3.1. 中国肿瘤个体化用药基因检测市场空间或达百亿元.....	49
6.3.2. 2016 年底海外首个肿瘤 NGS 产品获批，开启精准医疗大门.....	50
6.3.3. 未来肿瘤基因检测三大发展趋势.....	51
6.4. 医疗信息化：科技与医疗的拥抱，引领革新.....	51
6.4.1. 医疗信息化—潜藏的蓝海市场.....	51
6.4.2. “互联网+医疗”—商业模式的创新者处方.....	54
6.5. CRO/CDMO 有望显著受益科创板.....	54
6.5.1. 科创板有望推动 CRO 业务增长.....	55
6.5.2. 科创板为 CDMO 行业的发展创造有利条件.....	55
6.6. 风险提示.....	56
7. 科创板之于电子行业：半导体产业受益加速成长，电子企业受益资本市场明显——天风电子潘暕团队.....	57
7.1. 半导体借助资本市场的发展机会.....	57
7.2. 消费电子终端带来零组件成长机会.....	67
8. 科创之于军工行业：科研转化核心土壤，高研发迎接价值重估——天风军工邹润芳团队.....	70
8.1. 科创定位国家战略\核心技术，军工是科研和产业突破排头兵.....	70
8.2. 科研投入是科创重点指标，军工位居第二.....	71
8.3. 科创板机遇：估值上修聚焦自主可控和军转民.....	71
9. 科创板之于券商行业：有望开启中国现代化投资银行的新篇章——天风非银夏昌盛团队.....	74
10. 科创板之于机械行业：新兴制造业肩负升级重任，科创板助推加速——天风机械邹润芳、曾帅团队.....	76
10.1. 锂电池需求旺盛，国产设备正当年.....	76
10.2. 华为+京东方，显示技术不断革新.....	77
10.3. 光伏：清洁能源的全球缺口较大，国产设备已经全面供应.....	78
10.4. 半导体制造：工艺流程复杂，设备集中于制造、封测段.....	79

图表目录

图 1：2017 年各国 PCT 专利申请数量.....	9
图 2：科创板市值要求.....	12
图 3：2018 年资本市场改革主要内容.....	13
图 4：2018 年以来各方对于金融创新的其他表态.....	14
图 5：养老金基金实际到账情况（单位：亿元）.....	15
图 6：世界各国杠杆率水平对比（单位：% ，数据截至 2018Q2）.....	16
图 7：2000 年起，我国新增劳动力人口急剧减少.....	16

图 8: 我国 65 岁及以上人口比重加速增长	16
图 9: 我国向世界主要经济体直接投资占比	17
图 10: 前 10 大券商投行业务收入及占比 (单位: 亿元)	19
图 11: 创业板开设时间表	20
图 12: 首批创业板上市的 28 家公司, 平均 PE 为 56.7 倍	20
图 13: 创业板上市前后 3 个月指数表现	21
图 14: 创业板上市前后 3 个月指数比值走势	21
图 15: 创业板上市前后 3 个月指数换手率表现	21
图 16: 创业板上市前后 3 个月指数换手率比值走势	21
图 17: 创业板上市后, 消费和成长表现好于周期和金融	21
图 18: 创业板上市后, 成长板块表现更活跃	22
图 19: 2018 年美国上市中概股 (剔除 AGMH、GLAC、GLACU、LOAC、LOACU) 较首日收盘价表现 (按上市日期排列)	24
图 20: 中概股表现情况	24
图 21: 港交所对《主板规则》修改和解释	25
图 22: 港股 2018 年前 20 大 IPO 融资额企业	25
图 23: 港股 TMT 行业市值比例在 2018 年推出新经济政策后有效提高	26
图 24: 恒生互联网科技指数和恒生指数自 2018 年 11 月以来表现	26
图 25: 2016 年以来港股每月日均成交额 (亿港元)	26
图 26: 2018 年国内新能源汽车季度销量增速 (%)	27
图 27: 2018 年海外新能源乘用车季度销量增速 (%)	27
图 28: 2015-2019 剔除北京、上海、广东后国内新能源乘用车各级别占比 (交强险注册量, 不含 A00 级)	27
图 29: 中国燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年, 万辆)	28
图 30: 全球燃油与新能源乘用车市场测算 (2014-2025 年, 万辆)	28
图 31: 电动智能网联汽车零部件价值量拆解	29
图 32: 全球各国新能源乘用车年度销量 (万辆)	29
图 33: 全球新能源乘用车各品牌年销量 (万辆)	30
图 34: 新能源汽车产业链图谱	30
图 35: 无人驾驶产业链	32
图 36: ADAS 感知模块示意图	32
图 37: 高精度地图示意图	33
图 38: 智能驾驶决策图	33
图 39: 电动助力转向系统 (EPS)	34
图 40: 智能汽车刹车系统 (IBS)	34
图 41: 智能驾驶产业链图谱	34
图 42: 中国石油对外依存度	36
图 43: 光伏发电量仅仅占全球发电量的 1.9%, 具备广阔发展空间	36
图 44: 光伏发电将成世界能源重要组成	36
图 45: 动力电池占据纯电动汽车近半成本 (以 300km 续航 A 级车测算)	38
图 46: PERC 电池的效率不断被刷新	39

图 47: 光伏电池的效率趋势预测	39
图 48: 主要锂电公司研发技术人员数量 (2017 年底)	39
图 49: 研发费用占主营业务收入比例	39
图 50: CATL 产品规划	40
图 51: 部分电池企业电池技术路线规划比较	40
图 52: 2017 年光伏产业链各环节产能 (万吨, GW)	41
图 53: 2017 年光伏产业链各环节产量 (万吨, GW)	41
图 54: LG 化学各工厂产能规划 (GWh)	42
图 55: 三星 SDI 总扩产计划 (GWh)	43
图 56: 松下总扩产计划 (GWh)	44
图 57: 动力电池厂商电芯能量密度规划 (Wh/kg)	44
图 58: 纳斯达克生物技术指数与纳斯达克指数对比 (红色为纳斯达克指数)	46
图 59: 阿帕替尼上市后历年样本医院销售额 (亿元)	48
图 60: 2019 年可能获批创新药	48
图 61: 获得 FDA 批准上市的 NGS 肿瘤基因检测产品	51
图 62: 2015-2016 年中国医院管理信息系统实施情况分析	52
图 63: 2015-2016 年中国医院临床信息系统实施情况分析	52
图 64: 2013-2018E 中国医疗信息化市场规模 (亿元)	53
图 65: 医疗信息化项目中金额情况 (亿元)	53
图 66: 医疗信息化千万几倍大单占比	53
图 67: 我国 CRO 行业景气度高	55
图 68: CRO 业务类型涵盖药物上市全流程	55
图 69: 我国 CMO/CDMO 行业持续快速增长	56
图 70: 2017 年 IC 设计产业按地域划分 (%)	57
图 71: 世界前 50 Fabless IC 设计公司中的中国公司数量 (个)	57
图 72: 2017 年全球前十大 Fabless IC 设计厂商 (百万美元)	57
图 73: 摩尔定律在放缓	60
图 74: 全球智能手机每月产生的数据量 (EB) 5 年提升了 13X	60
图 75: 人工智能芯片产业链	61
图 76: 国家大基金的大力支持	61
图 77: 国家大基金的投资进程	62
图 78: 半导体设备国内外主要参与者	63
图 79: 关键设备呈现垄断局面	63
图 80: 2017 中国半导体设备十强 (按销售金额排列)	65
图 81: 步入生产验证的 14nm 国产设备	66
图 82: 国产设备在先进制程上与国内先进水平有 2-6 年差距	66
图 83: 不同制程制程半导体设备国产化率 (%)	67
图 84: 2003-2018 年全球智能手机出货量/百万部	67
图 85: 2009-2017 年全球智能手机市场份额	67
图 86: 2017 年全球电子制造产业产值规模/十亿美元	68
图 87: 2017 年全球电子制造产业产值份额	68

图 88: Iphone 的 BOM 材料成本构成	68
图 89: 2017 年全球重要电子零组件市场规模/亿美元	69
图 90: 2017 年行业研发费用占比 (军工为第二)	71
图 91: 主要上市券商 IPO 承销规模情况 (单位: 亿元, %)	74
图 92: 证券_IPO 项目储备 10 家以上的券商, 全市场 249 家 (截至 2019 年 1 月 31 日)	74
图 93: 锂电池制造工艺流程	77
图 94: 前板生产工艺	78
图 95: 模组段生产工艺	78
图 96: 半导体制造工艺	80
图 97: 硅片生产主要工序及设备	81
图 98: 晶圆加工主要工艺流程	82
图 99: IC 封测段工艺流程	83
表 1: 中外合资券商情况 (不含港澳台)	19
表 2: 海外多国出台政策法规推动智能驾驶发展	31
表 3: 中国也在加速完善政策法规推动智能驾驶发展	31
表 4: 中国智能驾驶产业发展规划	32
表 5: 中国智能驾驶相关各公司产品落地情况	35
表 6: 全球汽车零部件百强榜 TOP20 及中国企业数据 (单位: 亿人民币)	37
表 7: 国内龙头汽车零部件企业市值与营收 (单位: 亿人民币)	37
表 8: 公司整体研发费用占收入比例对比	39
表 9: 电池企业电芯能量密度规划细节	40
表 10: 近两年海外部分区域的光伏中标电价已经低于 2 美分	41
表 11: 三星 SDI 扩产计划	43
表 12: 松下各工厂扩产计划	44
表 13: 我国肿瘤基因检测市场空间测算	49
表 14: 我国医疗信息化系统分类	52
表 15: 医疗信息化相关政策	53
表 16: 前十大 IC 设计国外厂商在中国区营收占比 (%)	58
表 17: 国内核心芯片设计领域占有率低	58
表 18: 国内设计厂商全球市占率 (%)	59
表 19: 2017 年国内主要 IC 设计企业市值、营收、利润水平与海外对标企业 (市值截止 18 年 7 月 20 日) (单位: 百万元人民币)	59
表 20: 2017 年海外对标企业市值、营收、利润水平 (单位: 百万人民币)	60
表 21: 半导体设备商 17 年营收及中国区营收比例 (%)	64
表 22: 国产设备已形成初步产业链成套布局	65
表 23: 大陆智能手机上游元器件和模组公司汇总 (舜宇光学科技市值为港元)	69
表 24: 国家重大专项军工承担情况	70
表 25: 行业内部研发费用占比情况	71
表 26: 科创军工按方向总标的表	71
表 27: 科创板首年行业收入预估	75

表 28: 国内主要从事锂电设备研发与制造的厂家.....	77
表 29: 中国与世界光伏装机容量现状及预测 (GW)	79
表 30: 光伏主要设备和生产厂家.....	79
表 31: IC 设计具体工艺流程.....	80
表 32: 硅片生产工艺流程、设备及主要供应商	81
表 33: 晶圆加工主要工艺流程.....	82
表 34: 封测段主要工艺流程简介	83

1. 宏观角度如何理解科创板：科创板是改革的“牛鼻子”，创新的“实验田”——天风宏观宋雪涛团队

1.1. 发展科创板，解决中国经济的高债务和信用创造机制不畅等问题

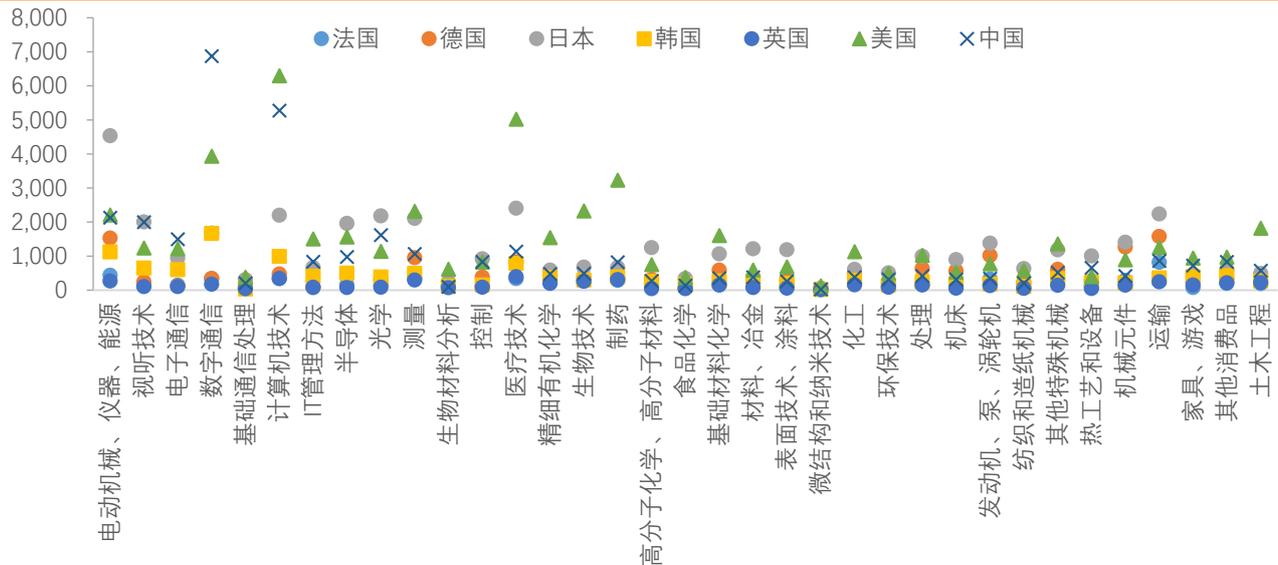
长期以来，我国金融体系的融资结构以银行主导的间接融资为主。截止 2018 年 9 月，社会融资规模中的间接融资（贷款）占比 68%，直接融资（股票+债券）占比 17%，其中股权融资占比一直在 4%左右徘徊。这种高度依赖于银行和“影子银行”体系进行信用创造的金融体系具有如下弊端：第一，以间接融资为主的融资结构带来的直接结果是资金使用者筹集到的大部分资金是以债务形式计入，因此全社会的债务水平不断提高，杠杆率不断抬升。根据国际清算银行（BIS）的统计，目前中国宏观杠杆率（不含金融部门）已达到 256.8%，处在历史高位。M2/GDP 达到 217%，在主要经济体中高居榜首，债务融资已到瓶颈期，经济各部门不可能再通过大幅举债来发展经济，信用创造机制逐渐受阻，融资形势日益紧张，“宽货币”政策难以缓解实体企业融资压力。第二，由于新增信用在越来越高的比例上被用于支持既有债务体系的循环，所以间接融资对经济增长的边际效应越来越差。第三，银行融资无法适应经济转型要求，不能形成共担风险、共享收益的市场化融资机制。第四，金融体系盘根错节相互牵连的系统性风险、地方政府的隐性债务风险等，皆与中国金融体系资本结构错配的缺陷有关。

因此，要改变中国经济发展过程中的高债务、高杠杆问题，改变金融体系脆弱性，实现“货币不增或少增，但创造足够的信用增长支持经济”，需要解决金融体系的期限错配和资本结构错配，最重要的是需要改变以间接融资为主的融资结构，建立强大的资本市场，通过直接融资提高要素的配置效率。习近平总书记在 2017 年 7 月的中央金融工作会议上提到：“要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”。十九大报告中也指出，要增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。

1.2. 强大的资本市场是科技大国崛起的基础

在技术方面反映技术应用活跃程度的 PCT 国际专利申请量，中国在 2017 年 4 月的月度申请量超过了日本，跃居世界第二。各专利技术，基本是美中日领跑。2017 年，中国在视听技术、电子通信、数字通信的专利申请数量是世界第一，在电气工程、计算机技术、光学、控制、制药等专利申请量是世界第二，在半导体、测量、医疗技术、精细有机化学、生物技术、材料冶金、涂料、纳米技术、化工、环保技术等专利申请量是世界第三。但在机床、高分子化学、高分子材料、发动机、涡轮机、机械元件等专利申请量在三名开外，这些是中国高科技产业进一步实现自主化突破的方向。

图 1：2017 年各国 PCT 专利申请数量



资料来源：Wind，天风证券研究所

提高资源配置效率、形成创新资本、推动经济转型、化解系统风险，需要提高直接融资比重，建立强大的资本市场，离不开建设强大的投行。从历史来看，大国崛起是和资本市场的强大戚戚相关的。二十世纪初，美国投资银行在证券市场为美国钢铁业筹资后开始建立了强大的钢铁工业，而后美国的国防军工、汽车、造船业的崛起等基本是借助资本市场完成的。上世纪七十年代，美国资本市场及创业基金等投融资体系开始进入飞速发展期，成功对接了生物医药、通讯、电子信息、新材料等科技创新，正是这段时期的有效对接，使得美国成为了迄今无法撼动的唯一的超级大国。

目前中国沪深两市总市值 45.6 万亿元，约占中国国内生产总值（GDP）的 56%。而美国上市公司总市值 36 万亿美元，约占美国国内生产总值的 180%。对比中美 GDP 体量和上市公司市值体量，中国的资本市场规模至少存在翻倍的空间。但长期以来，受股票供求结构、上市公司行业结构和投资者结构、券商连带责任等问题的影响，我国股票市场往往具有“牛短熊长”的特征。要彻底改变这一情况，需要从增量改革的思路出发，以券商为主导，以机构投资者为支撑，对资本市场进行彻底的体制机制变革。

改革开放 40 年最成功的经验就是“增量改革”，由“增量改革”再到“存量改革”。中国资本市场的存量规模已然很大，如果直接在原有板块上进行监管制度和运行机器的重大改革，很容易对现有市场产生较大冲击，不利于市场的稳定运行。因此，可从“增量改革”的思路出发，建立新的市场板块作为改革试验田，试点注册制并建立有效的隔离机制。除了试点注册制以外，在新市场中还可探索发行、上市、交易、中介责任、监管等环节的配套制度改革创新，让市场机制发挥更大作用，取得经验以后，再向全市场推广，从而切实解决资本市场长期存在的老大难问题。

1.3. 建设强大投行是改革的“突破口”

建设强大的投行对资本市场改革具有极为重要的意义。首先，投行可以发挥资本市场的定价机制作用，使资本市场的长期估值趋于合理化。其次，投行的交易撮合能力能够为资本市场创造流动性，长期稳定资本市场的价值中枢，成为资本市场的压舱石。最后，投行通过参与上市公司长期投资，对上市公司形成约束和管理，引导长期资金入市，使得大量资金转化为经济发展的长期资本，为中小企业、创新型企业提供权益型资本，提升全社会创新资本的形成能力。因此，大力发展国际一流投行，能够支持科技创新产业升级经济转型、降低实体经济融资成本、发挥资本市场定价机制、扩大直接融资比重、增厚资产投资长期回报，是资本市场制度改革的重要抓手，是改革需要寻求的突破口、牛鼻子。

目前，资本市场法律体系不健全、奖惩激励机制不完善及投资者机构不合理确实是客观存在的问题。但是，这些问题背后最核心的问题是，中国资本市场在过去近三十年时间里，

一直没有培育出能承担资本市场核心功能，并对上市公司股票内在价值真正负责的市场化主体。这个市场化主体就是投行。

美国资本市场是过去两百多年自下而上、市场自然演进的结果。经过两百年累积，逐步形成今天美国的投行，集信托责任、商誉、专业精神和技术于一身，有市场定价权。

中国资本市场只有培育出这个市场化主体，才能实现资本市场的核心功能，并理顺参与资本市场的各主体间关系。因此，对中国来讲，怎样找到强大投行的形成路径，应成为资本市场改革坚持的政策方向，这也是有关部门目前已开始考虑的事情。

建设强大投行，对资本市场改革具有极为重要的意义。首先，投行可发挥资本市场定价机制作用，使资本市场长期估值趋于合理化。其次，投行交易撮合能力可为资本市场创造流动性，长期稳定资本市场价值中枢，成为资本市场“压舱石”。最后，投行通过参与上市公司长期投资，对上市公司形成约束和管理，引导长期资金入市，使大量资金转化为经济发展长期资本，为中小企业、创新型企业提供权益型资本，提升全社会创新资本形成能力。

因此，大力发展国际一流投行，能支持科技创新产业升级经济转型、降低实体经济融资成本、发挥资本市场定价机制作用、扩大直接融资比重、增厚资产投资长期回报，是资本市场制度改革重要抓手，是改革需要寻求的“突破口”“牛鼻子”。

1.4. 用“资本”约束破除“荐而不保”

由于发展时间有限，在中国培育承载资本市场核心功能的市场主体一开始肯定会存在种种困难，不能一上来就照搬美国那一套，用“嘴”去定价，这是行不通的。

刚开始的时候，不能用“嘴”说话，那就用“资本”说话。比如说，投资银行在保荐企业IPO过程中，掏出“真金白银”，去购买被保荐企业股份，“徙木立信”，从而对自己的定价真正负起责任来，破除保荐机构“荐而不保”现象，把资本市场各参与方利益绑定在一起，以投资银行为枢纽，实现正常的市场化定价功能。

这样一来，在“投资多元化、运营专业化、信息透明化”原则下，长期机构投资者可扮演市场“最后投资人”角色，在股票市场出现非理性的严重低估时购入相关股票，既可起到稳定市场、提振投资者信心的作用，又可降低这类长期资金的资产配置成本、提高其长期投资回报水平。

要解决这个问题的核心就是，如何解决投行缺少资本金的问题。目前，国内100多家券商资本金总额仅约1.5万亿元，而且还有很多券商拿资本金干的都是两融等银行类信贷业务，而没有去发挥其应该承担起的市场定价功能。解决这个问题就需要提高全要素生产率，去形成一套新的金融支持体系。

回顾历史，商业银行的改革过程可以带来重要启示。2003年以后，国家决定启动大型商业银行股份制改革，创造性地运用国家外汇储备注资大型商业银行，按照核销已实际损失掉的资本金、剥离处置不良资产、外汇储备注资、境内外发行上市的财务重组“四步曲”方案，全面推动大型商业银行体制机制改革。从此，我国银行体系服务实体经济的实力大幅提升，资本实力、资产质量和经营效益不断提高，截至2017年底，我国银行业金融机构总资产达到252万亿元，是2003年改革前12倍。

我们认为，可以借鉴国有商业银行改革的成功经验，用“中国特色”的思路，借助政府信用注资证券公司，迅速做大资本，拓展资本市场广度和深度，实现直接融资的大突破。在具体操作上，可选择具有系统重要性的综合性证券公司和质地优良的地方性证券公司，向全国社保基金和各地方社保基金大规模发行可转换债券、永续债券或优先股权，社保基金则以划拨的国有企业和国有金融机构的股权为质押，从央行获取再贷款。证券公司在获得注资后，可进一步再向社会发行股份募集资本，在企业发行股票和债券时，证券公司以自有资本参与认购其承销的证券。

从宏观层面而言，上述改革使得央行信用通过券商的中介的作用形成信用扩张，在传统的商业银行和财政渠道之外开辟直接融资这一新的信用创造渠道，有利于疏通目前不畅的信用创造机制，将资金导向实体经济。举例而言，目前国内131家证券公司资本金总额约为

1.5 万亿，如果借由注资和市场融资将资本金扩大至 5 万亿资本金，其中 2 万亿用于建立二级市场流动性长期稳定机制，3 万亿用于建立一级市场发行承销机制，并且规定投行在承销股票时需以自有资金认购 10% 的发行股份，将由此撬动形成企业 30 万亿的权益资本，如果摊到 5 年运行，每年新增权益资本融资 6 万亿，预计可占到每年新增社融规模的四分之一，那么全社会的资本结构会得到根本性改造，中国高杠杆高债务问题将得到实质性的解决。更大的意义在于，在此过程中，我们能构建创新型资本形成的金融资源配置体系，随着市场体系和制度环境改善，支持足够多的能够承担风险的 PE 和 VC 资本投入到创新中去，国家创新优势和创新发展路径才能形成。

1.5. 科创板有望成为新的“实验田”

科创板不是类似创业板、中小板、新三板的融资板块，是一块新开辟的“实验田”，属于“增量改革”。先探索出一条成功路径，再去改造存量市场。改革开放 40 年最成功的经验之一就是“增量改革”，由“增量改革”再到“存量改革”，这次可能也是同样的思路。

中国资本市场存量规模已很大，如直接在原有板块上进行监管制度和运行机制重大改革，很容易对现有市场产生较大影响，不利于市场稳定运行。

因此，决策层从“增量改革”思路出发，建立新的市场板块作为改革实验田，试点注册制并建立有效的隔离机制。让市场机制发挥更大作用，从“增量改革”来讲，这次改革有一个自上而下的整体设计。除试点注册制外，在新市场中还可探索发行、上市、交易、中介责任、监管等环节的配套制度改革创新，是和现行市场相隔离的，相当于独立运行。

“实验田”的思路，是先探索出一条成功路径，再去改造存量市场。它是独立的，包括试点注册制，可打造一批合格的资本市场主体，也就是强大的投行、长期的证券市场投资人。

长期机构投资者的壮大是资本市场发展的另一支柱。大力发展长期机构投资者，既是壮大资本市场的必然要求，也是金融体系优化结构的内在需要，更是资本市场改革稳定进行的有效支撑。要切实放宽养老基金、保险资金、各类社会保障资金等机构投资者进入市场的门槛和融资门槛，形成多元化、多层次、相互竞争的专业化机构投资者队伍，使机构投资者的理性投资成为市场的主导性潮流和力量。特别是，在新股配售环节加大对长期机构投资者的政策倾斜力度，促使其有效参与新股询价，把证券公司、机构投资者、公众投资者、上市公司等资本市场参与主体的利益有效联结起来。在“投资多元化、运营专业化、信息透明化”的原则下，长期机构投资者可扮演市场“最后投资人”的角色，在股票市场出现非理性的严重低估时购入相关股票，既可以起到稳定市场、提振投资者信心的作用，又可以降低这类长期资金的资产配置成本、提高其长期投资回报水平。

上述系列改革可一举扭转中国资本市场长期以来积累的一些根本性矛盾，建立长期健康的向好预期，使中国经济逐步以资本市场为中枢而得到新的发展动能。构建创新型资本形成的金融资源配置体系，随着市场体系和制度环境改善，支持足够多的能够承担风险的资本投入到创新中去，国家创新优势和创新发展路径就能形成。最终，企业受益于融资便利提升和创新资本积累，监管部门受益于市场价值长期稳定，居民受益于财富保值升值，国家受益于经济转型结构调整，社保对券商的注资也将随着资本市场发展、券商业务范围扩大及业务收入的提升而获得巨大的资本增值收益，使庞大社保缺口得以补充，使资本市场的发展壮大真正惠及广大的人民大众。

2. 策略角度如何看待科创板：科创板是资本市场改革的“发令枪”，为 A 股市场注入新鲜血液——天风策略徐彪、刘晨明团队

2.1. 科创板发行规则及与原三板区别

1 月末，证监会发布《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》，其他主要和配套文件征求意见稿也相继出炉。3 月 1 日晚间，证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》。结合证监会最新文件以及此前上交所颁布的配套文件，从上市及交易规则来看，科创板同原来三板主要有以下几点区别：

- 1) 在主营业务要求上，科创板侧重于战略新兴产业，包括新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合；
- 2) 盈利能力要求上，科创板发行条件中对于发行人的持续盈利能力要求未予以明文规定，而是给出 5 套市值标准（满足其一即可）；

图 2：科创板市值要求

5套上市指标	具体上市门槛
市值+净利润	预计市值10亿+两年净利润为正且累计不低于5000万；或预计市值10亿+最近一年营收为正且不低于1亿
市值+营收+研发投入	预计市值15亿+最近一年营收不低于2亿+最近3年研发投入占营收不低于15%
市值+营收+现金流量	预计市值20亿+最近一年营收不低于3亿+最近三年经营现金流量净额不低于1亿
市值+营收	预计市值30亿+最近一年营收不低于3亿
市值+技术成果	预计市值40亿+主营业务经有关部门批准、市场空间大

资料来源：上交所，天风证券研究所

3) 更加重视长期投资者，以技术给资本定价。征求意见稿取消直接定价而采用市场化询价方式，并且将询价对象限制为公募基金、证券公司、保险公司等 7 类机构投资者（排除个人投资者）；此外在网上申购前还需披露公募基金、社保和养老金三类长期投资者的报价情况。可以预见，新板将赋予长期投资者对科创企业的更大的定价权。

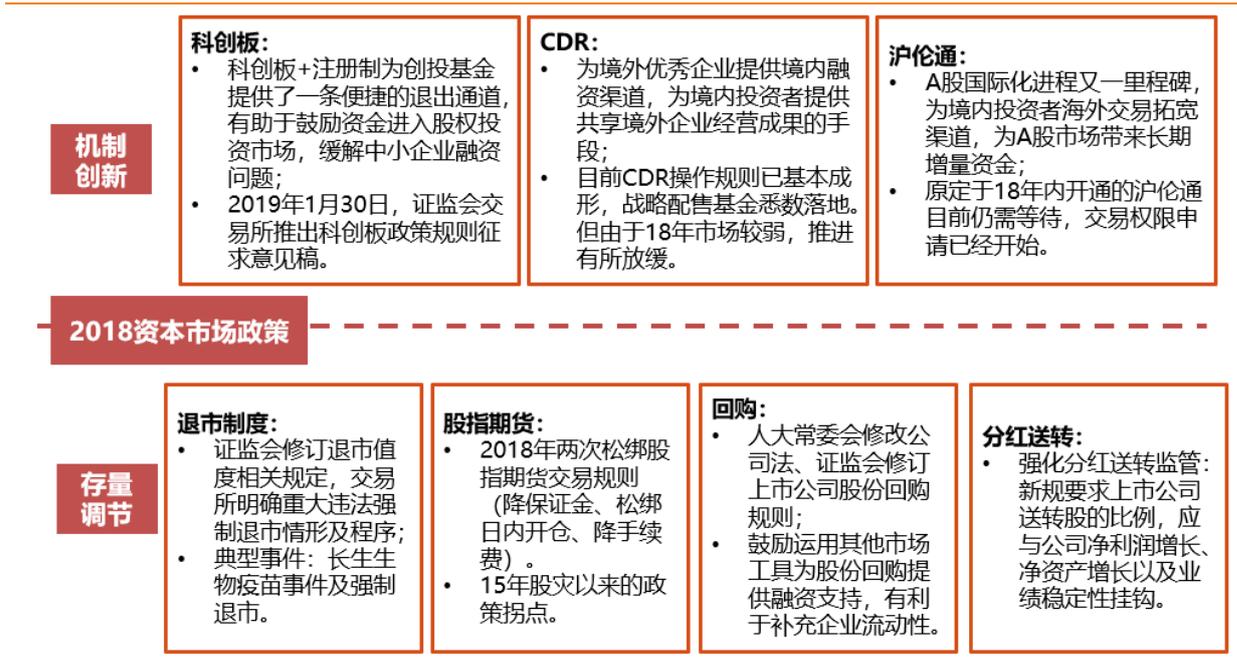
4) 审核流程上，科创板上市由上交所受理。收到注册申请文件后，5 个工作日内作出是否受理的决定，3 个月内形成审核意见。证监会于 20 个工作日内做出是否予以注册的决定，发行人在随后一年内发行股票。整体来看较原三板用时更短。

2.2. 资本市场改革的必要性及科创板的意义

2.2.1. 资本市场改革“元年”：2018 年政策回顾

梳理过去几年的政策，我们可以看到，2018 年以来，政策面对于金融创新的提及频率显著增高，2018 年也被很多投资者认为是资本市场改革元年。

图 3：2018 年资本市场改革主要内容



资料来源:证监会,沪深交易所等,天风证券研究所

总结来看,过去一年在资本市场改革方面的努力主要体现在几个方面:一是重大的制度创新,以科创板、CDR、沪伦通为典型;二是在存量市场上的调节和改革,比如老生常谈的退市制度、股灾之后收紧的股指期货,以及针对当前企业流动性困境的回购、分红送转等;三是金融开放,为国内投资者提供分享境外优秀企业经营成果的渠道,更为国内市场引进长期资本开疆拓土。2018年末的中央经济工作会议中,对于资本市场方面工作的部署,也较过去几年更加详尽,可以期待在未来几年,看到更多改革方案陆续落地。

图 4：2018 年以来各方对于金融创新的其他表态

时间	部门/主角	主要内容
2018/3/12	一行两会	中国银监会、中国人民银行、中国证监会、中国保监会和国家外汇局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，一是积极拓宽资本工具发行渠道。二是积极研究增加资本工具种类。三是扩大投资者群体。四是简化资本工具发行的审批程序。
2018/4/19	上交所	上交所：下一阶段将推出跨市场ETF、绿色金融ETF、跨省国企改革ETF、结合金融科技的ETF创新品种等，商品ETF也在考虑之中，如原油。
2018/5/19	证监会	证监会副主席姜洋在粤港澳大湾区经济与发展论坛上发表演讲。演讲中指出，今后，证监会将认真贯彻落实党中央国务院的决策部署，按照粤港澳大湾区发展规划要求，以新一轮高水平对外开放为契机，加快资本市场改革创新，全面发挥资本市场各项功能，积极支持粤港澳三地资本市场共同繁荣发展，更好服务大湾区建设。
2018/6/14	证监会	证监会副主席方星海表示，推出CDR是一项具有重要意义的创新，沪伦通有望年内顺利推出，大的制度安排已经就绪；尽快将A股纳入MSCI因子从5%提高到15%左右；将创造条件允许境外投资者参与股指期货。
2018/7/19	发改委	发改委财金司田原：持续推进企业债券品种创新，在住房租赁、军民融合发展等领域，继续推出新的债券品种。
2018/7/20	央行等四部门	央行等四部门批准在重庆、浙江开展金融标准创新建设试点，要求探索质量倍增融资制度，加大金融支持实体经济发展的力度。
2018/8/20	刘鹤	刘鹤主持召开国务院促进中小企业发展工作领导小组第一次会议，强调要加大金融支持力度，加快体制创新和技术创新，健全激励机制，强化货币信贷政策传导，缓解融资难融资贵问题；完善资本市场，拓宽中小企业直接融资渠道，更好满足融资需求。
2018/8/31	证监会	证监会答复人大、政协提案：稳步推进创新企业境内发行股票或存托凭证试点的工作；关于修改公司法中“同股同权”、“一股一表决权”等规定，将在下一步修改公司法的工作中研究论证；正抓紧审理第三家H股“全流通”试点企业申请；将指导中金所继续推进股指期货研发工作。
2018/9/27	证监会	证监会副主席方星海：将在未来的几个月与富时罗素紧密合作，推动A股市场平稳纳入到全球指数中；将加快完善QFII机制、交易结算等制度改革；欢迎长期投资者参与，中国不缺资金，中国股市不缺资金，缺的是长期资金。
2018/11/5	证监会	证监会就设立科创板并试点注册制答记者问：科创板将在盈利状况、股权结构等方面做出更为妥善的差异化安排，增强对创新企业的包容性和适应性，科创板试点注册制有充分的法律依据；鼓励中小投资者通过公募基金等方式参与科创板投资；抓紧完善科创板的相关制度规则安排，继续推动长期增量资金入市。
2018/11/5	习近平	首届中国国际进口博览会11月5日在上海开幕，这是全球首个以进口为主题的博览会。将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度；将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略。
2018/11/10	央行	央行货币政策委员会委员刘世锦在“北大中国财富管理论坛”上表示，降杠杆需要一场深刻的改革，也需要金融创新，可考虑增加发行低成本长期建设国债。
2018/11/19	银保监会	银保监会副主席周亮：金融创新是一把双刃剑，一旦金融创新偏离主业和脱实向虚就会积累风险，产生很大破坏性，威胁金融的安全稳定；对于打着创新旗号，从事非法集资，搞庞氏骗局的伪创新，必须严厉打击，保护消费者合法权益，维护市场秩序和净化金融生态。
2018/11/23	国务院	国务院印发《关于支持自由贸易试验区深化改革创新若干措施的通知》，允许自贸区创新推出与国际接轨的税收服务举措，建设能源、大宗农产品等国际贸易平台和现货交易市场，区内银行业金融机构可在依法合规、风险可控的前提下为境外机构办理人民币衍生品等业务，支持自贸区内符合条件的个人按照规定开展境外证券投资，有条件的自贸区可开展知识产权证券化试点。
2018/12/12	上交所	上交所资本市场研究所所长施东辉：科创板将对交易机制进行系列创新，如将在涨跌幅限制、股价波动调节机制、买每一手股票的数量、做市商机制等方面进行市场化的、对标国际市场的创新；科创板正在进行各种细节论证，2019年上半年推出是大概率事件。
2019/1/8	国务院	国务院发布《推广第二批支持创新相关改革举措的通知》，提出推广第二批支持创新相关改革举措，在知识产权保护、科技成果转化激励、科技金融创新、军民深度融合、管理体制创新等方面先行先试。
2019/1/12	证监会	方星海出席2019年第二十三届资本市场论坛时表示：关于新股44%涨跌幅限制，没有交易量涨44%的股价反应了这一政策的效果问题，人为限制导致的价格与交易量偏离，个人认为应该取消这一限制。
2019/1/22	央行	央行等八部门联合印发《上海国际金融中心建设行动计划（2018-2020年）》，加大力度推进科技金融的发展，打造科创企业投资联动示范区，加强金融中心与科创中心联动，支持更多风险资本在上海聚集，支持更多创业者、企业家在上海创业创新，培育一批具有核心竞争力的科创企业，通过科创板撬动创新产业发展。
2019/1/30	央行	央行上海总部与上海市科学技术委员会共同签署《关于深化科技创新企业金融服务支持上海科创中心建设合作备忘录》。合作备忘录明确双方将围绕深化科创企业金融服务建立五项合作机制，包括增加有效融资供给，降低企业融资成本；联合开展融资辅导，为科创企业拓宽融资渠道；加强窗口指导，共同规范辖内小微科创企业服务标准等。

资料来源：各部委网站，天风证券研究所

向前看，更多领域的改革，仍在路上，对于资本市场，抑或是直接融资本身，都至关重要。

第一，需要一个稳定健康的 A 股市场来实现上市公司的合理定价和健康运营。

股票市场为企业提供了一个直接融资的渠道和风险分担机制，公司通过在 A 股市场上市获得直接融资，满足自身的融资需求的同时将股权发放给市场，从而达到分散风险的目的。在这个层面，一个稳定健康的 A 股市场能够给公司进行合理定价，保证参与各方的利益达到最大化。

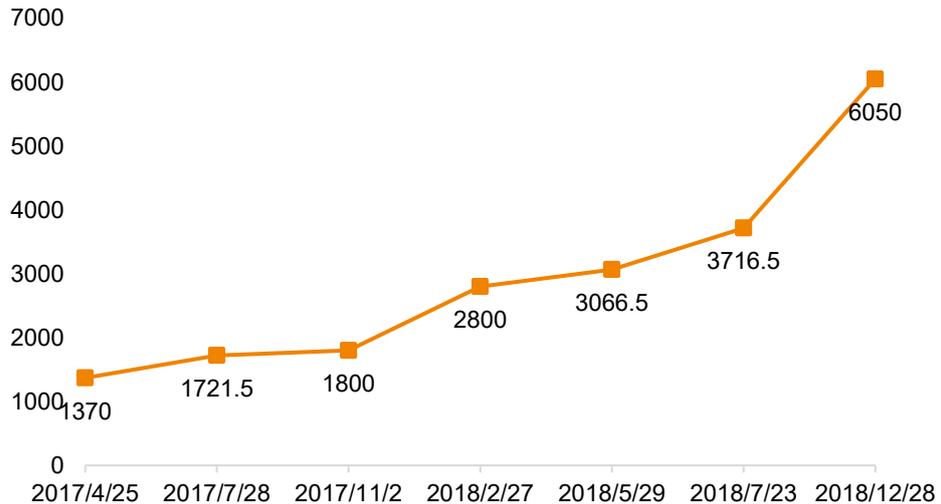
与此同时，一个稳定健康的 A 股市场可以为上市公司提供外部治理过程。在公司外部治理过程中，运营健康的企业可以得到金融市场和投资者的青睐，从而集中大部分资源，而经营较差的企业则会得到来自投资者“用脚投票”的惩罚。这种来自市场的激励模式将有利于刺激企业经营者更多地关注企业自身的利益和长期盈利，进一步规范公司治理以实现企业的长远发展。

第二，需要进一步为市场引入长期资金。

我们认为，从供需层面讲，企业需要长期资金来满足自身的长期规划，同时长期资金也需要一个稳定的投资收益。因此，市场需要长期资金的入市，来进一步维持资本市场的长期稳定发展。

2015年8月国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》，标志着我国养老金基金进入了逐步入市进程中，目前，我国养老金基金账户到账6050亿元。养老金等长期资金入市一方面增加了股票市场的稳定性，另外一方面有助于被投资企业的长期定价。

图5：养老金基金实际到账情况（单位：亿元）



资料来源：人社部官网，天风证券研究所

引导长期资金的入市主要可以从三个层面入手：1) 需要从政策入手，需要通过严格的法律要求上市公司的信息如实披露，保证市场的有效性，让市场发挥最大的作用，同时完善奖惩机制，引导资金参与长期投资。2) 应当鼓励上市公司通过分红来吸引长期资金投入，保证长期资金的稳定收益，同时分红能够结合上市公司增发从而动态调节上市公司的资金需求。3) 需要建立一个面对不同层次投资者发展的资本市场，同时进一步激活市场中各类金融产品，使得投资者可以选择适合自身条件的投资方式，提高资本市场的灵活性。

2.2.2. 资本市场改革的重要窗口

在刚刚结束的政治局会议和随后的集体学习上，总书记反复强调当前推进金融供给侧改革的必要性。我们认为，资本市场改革可能是2019年所有政策领域中，确定性最高也是难度最大的一块。从中央经济工作会议上的“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，到政治局会议上“深化金融供给侧结构性改革”、“增强金融服务实体经济能力”——可以说，资本市场的地位上升到了近几年来前所未有的高度上。

但如何理解“金融供给侧改革”？又如何理解“牵一发而动全身”？

从直观解释来说，所谓“供给侧改革”，核心是提高供给的质量，满足需求的变化。而不仅仅是过剩产能领域的去产能。因此，对应到金融领域的供给侧改革，其内涵应当包含两个方面：

一是，提高对中小微企业、科技创新企业的金融供给质量，满足这些领域的融资需求，也就是发展直接融资。

二是，在金融供给过剩的领域继续去产能，比如杠杆较高的房地产、国企、地方政府等等。

至于“牵一发而动全身”，我们认为原因在于，过去五六年，经济结构性转型、注册制、提高直接融资比重，都是耳熟能详的政策关键词，但是这一过程中，经济的主要引擎依然来自于基建、地产等的资本投入，融资渠道基本以银行体系支撑的间接融资为主。

然而一方面，杠杆不能上天，“防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务”，继续在传统融资模式的基建和地产领域发力，无疑风险陡增。仅从过去十年来看，主要发达国家相继开始去杠杆，但我国仍然在加杠杆周期中。这一背离使得在当前的国际比较中，我国的总杠杆率已经位列前茅，其中企业部门杠杆率更是远高于其他主要经济体样本（我们统计样本中，目前仅次于中国香港）。

图 6：世界各国杠杆率水平对比（单位：% ，数据截至 2018Q2）

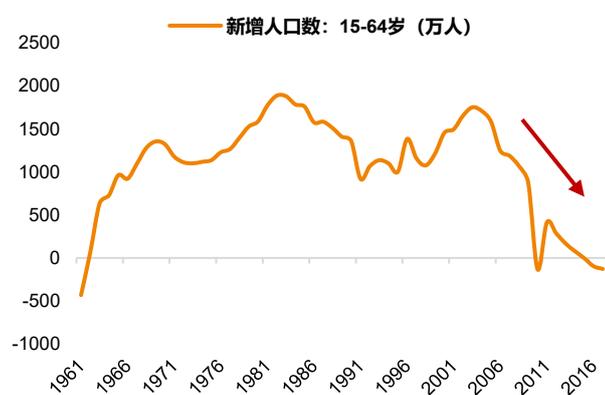
国家	非金融企业杠杆率	政府部门杠杆率 (nominal)	家庭部门杠杆率	总杠杆
中国香港	230.6	66.5	71.4	368.5
日本	100.1	201.1	57.4	358.6
法国	143.4	99.0	59.1	301.5
新加坡	113.1	115.3	57.9	286.3
英国	84.1	86.4	86.3	256.8
中国	155.1	47.6	50.3	253.0
美国	74.4	97.6	76.6	248.6
澳大利亚	74.3	37.0	121.3	232.6
德国	55.5	61.4	52.5	169.4
巴西	39.9	86.8	26.7	153.4
印度	45.1	68.8	11.2	125.1
俄罗斯	47.2	15.1	16.5	78.8
发达国家	89.6	97.7	72.4	259.7
新兴市场	97.3	46.6	38.7	182.6
所有样本	92.6	77.9	59.3	229.8

资料来源：BIS，天风证券研究所

人口方面，由于新增劳动力人口逐年下降、用工成本增加、人口老龄化等问题日益凸显，我国长期以来依靠低成本劳动力所获得的优势难以存续。我国 65 岁以上人口占比已经达到了国际公认的 7% 的老龄化标准，作为最大的发展中国家，中国是在“未富”的情况下提前面临老龄化的问题。另一方面，即使生育政策不断放开，我国的出生率仍在不断降低，远低于维持人口自然迭代所需的 2.1 的生育率（平均每对夫妇生 2.1 个孩子）。

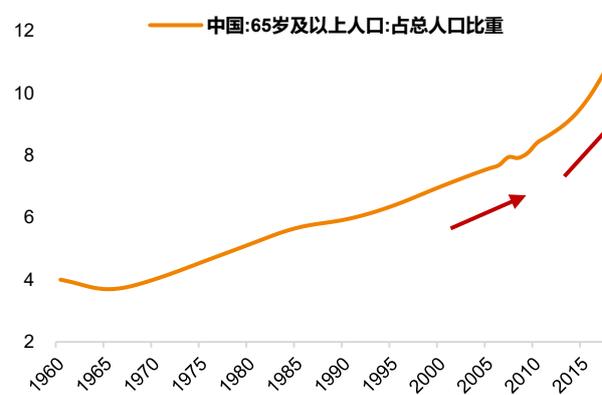
与此同时，改革开放以来我国社零总额快速增长，这一定程度上反映了居民消费需求的快速提升，不仅在量上，而且在“质”上。更少的劳动人口，更高的消费需求，意味着在国际分工中，我国传统的劳动力优势已经逐渐消失。

图 7：2000 年起，我国新增劳动力人口急剧减少



资料来源：World Bank，天风证券研究所

图 8：我国 65 岁及以上人口比重加速增长



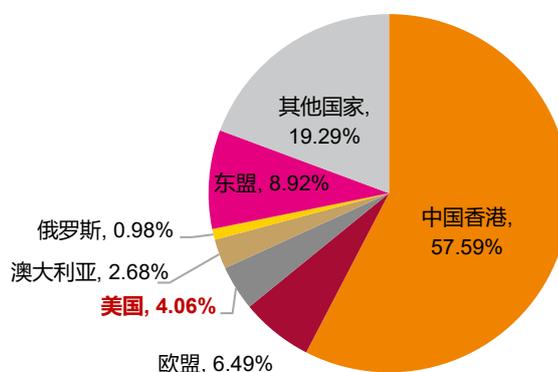
资料来源：World Bank，天风证券研究所

另一方面，外部环境的突然变化，中美贸易战背后是 G2 格局下中美在科技领域的角力和

竞赛，强制性技术转移、工业补贴、国有企业等竞争中性的问题仍然是双方的核心矛盾。贸易战以来美方对我国科技类产业的封锁、禁运把过去 5、6 年我国一直在提的经济转型逼到了一个不得不去做的阶段。科技是中国经济转型的生命线，在技术封锁和科技竞赛的环境下，全方位的国产化替代是唯一出路，迫在眉睫。这背后需要的是金融的支持，尤其是直接融资。

如果梳理此次 301 调查报告的内容可以看到，这次的 301 调查，主要是围绕强制技术转移、知识产权保护而展开，但事实上，如果我们梳理近几年中国对外投资金额则可以看到，中国对于美国的投资是正常的发展诉求——数据显示，2017 年我国对外直接投资 1582.9 亿美元，其中对美投资为 64.25 亿美元，仅占对外直接投资总额的 4.06%。并且，中方对美国的投资有相当一部分属于技术寻求型，其本质在于利用美国在制造业、金融业、商业及服务业、信息技术等行业的技术优势，以实现本国相关产业的进一步发展。但这不仅是中国对美投资的动机，也是其他国家对美国投资的重要动机。

图 9：我国向世界主要经济体直接投资占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

另一方面，近几年我国高新技术产业发展势头愈发迅猛，对于美国的竞争压力也不言而喻。而可以看到的是，“301 调查”中，美方也着重针对知识产权保护和强制技术转移领域向我国发难，相当于直接剑指了我国的高新技术领域，以及技术和产业发展的制度基础。基于这两点我们认为，“301 调查”其本质，是双边竞争压力的日益突出之下，美国为保住本国科技产业优势而建起的贸易和投资壁垒。

换一个角度来看，我国经济正处于转型升级的关键时期，加快高新技术产业发展将是实现经济转型升级的必经之路，贸易战的爆发实则倒逼了我国加快培育和发展本国自主科技创新和知识产权的进程。而高新技术企业所涉及的领域，往往意味着高风险和高投入，就当前其发展情况而言，想要进一步加快高新技术产业发展进程，拓展多元化、多层次的直接融资渠道以服务于相关企业的发展壮大是不可或缺的一环！

所以，我们判断：当前我们已经到了资本市场改革的关键节点，2019 年我们有望看到围绕发展直接融资、支持资本市场平稳运行的一篮子政策。

2.2.3. 科创板的增量改革，是扩大直融比重的发令枪

上文分析了我国进行资本市场改革、发展直接融资在宏观经济背景方面的必要性，而聚焦到我国资本市场，进一步发展多元化直接融资渠道也有其不得不执行的必要性：

一方面，我国 A 股市场上市门槛过高（尤其是盈利方面），对于许多成长型的中小企业而言，上市难度较大；

另一方面，作为多层次资本市场一部分的新三板，由于流动性方面的掣肘，目前在解决中小企业的融资问题上的作用尚未发挥到位。

更进一步说，科技型中小企业融资难、融资贵的问题主要体现在以下几个方面：

- 1) 科技创新型中小企业通常前期无法保证收入及利润，同时其规模较小，资信能力较弱，无法通过银行借款及上市得到融资。
- 2) 现有融资结构中，创投是中小企业的重要融资渠道，而目前，创投的退出渠道有限，辅导标的公司上市耗时较长，创投的利益无法保证，积极性不高。
- 3) 融资过程中，科技企业的技术能力是一个需要考量的指标。但对于技术如何定价，目前尚未形成成熟的体系。

基于这一背景，2018年11月5日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。这意味着在未来一段时间内，我国将形成以科创板作为发令枪，以券商为重要工具，以资本市场为蓄水池的中小和创新型企业的直接融资格局。

首先，科创板的核心定位是以资本给技术定价，基于科创板所探索出的市场化定价模式，将有利于以技术升级为主要依托的企业得到更高质量的发展。长期以来企业的研发成果一直缺乏一个合理定价，尤其是中小企业。目前科创板正在有条不紊的推进过程中，从1月末证监会发布的《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》以及证监会、交易所公布的其他配套规则征求意见稿来看，也体现出“轻盈利、重技术、重研发”的原则，以及“以资本给技术定价”的意图。前者的措施为，推出一套不同于原来三板的上市指标，即“5套市值标准”；后者体现为对社保、养老金等长期资金的重视，在询价阶段给予其更大的话语权。

由此看来，如何基于科创板探索出一套市场化模式，对于解决我国中小企业资产定价问题至关重要，同时也将有利于我国的“新动能”产业的进一步发展升级。这也是为什么我们认为，以科创板为代表的资本市场改革，将在人口红利、资本红利（杠杆）之后，承担起提供新的经济增长动能的重大历史使命。

其次，实施注册制改革，从制度上保障了中小企业的融资效率。本次在提出设立科创板的同时，将讨论已久的注册制付诸实践。我国的资本市场存量较大，直接在原板块上“大修”容易牵一发而动全身；而在新的市场板块进行改革尝试，则既能推动制度创新又能隔离风险。

另一方面，相比核准制，注册制对公司的利润和收入门槛进一步降低而且在上市审批效率上有明显提高，将资产质量和价值的判断交给市场的思路，也有利于推进市场化改革。同时，对于创投基金而言，这种上市速度和评估方式也提高了资金周转效率。

最后，鼓励实行券商“连带责任制”，有效保障投资者利益（非强制）。注册制实施后，监管层对于上市公司的资格核准相对宽松，但对于信息披露的要求将会提高，这就要求券商要展开详细的尽职调查，提交真实可靠的报告，以保障投资者利益。而明确券商责任、让券商承担上市公司的连带责任，则有效规范了券商的行为，同时保证了上市公司信息真实有效，进而有效保障了市场中投资者的利益。

2.3. 券商在资本市场改革浪潮中的机遇与风险

“工欲善其事，必先利其器”，直融市场的发展，券商将扮演重要的中间角色。在大力发展直接融资的背景下，券商也将迎来新的机遇和挑战，一方面，时代要求、政策驱动下，券商必将承担起金融改革的重要任务，如何改革创新以推动直接融资的发展值得思考。另一方面，券商行业对外开放逐步落地，行业变革对发展直接融资的影响也需要进一步分析。具体来说包括以下几方面：

其一，金融领域对外开放，境外券商“走进来”，国内券商挑战加大。

2018年4月《外商投资证券公司管理办法》公布以来，数家外资机构已向中国证监会提交设立外商投资证券公司的申请。其中，瑞银集团已于2018年12月24日完成相关股权收购，标志着其正式成为首家控股内地合资证券公司的外资金融机构。

表 1：中外合资券商情况（不含港澳台）

合资券商名称	外资方	持股比例	成立日期
中金公司	新加坡政府投资有限公司、大东方人寿保险有限公司、名力集团控股有限公司	49%	1995/7/31
高盛高华证券	高盛（亚洲）有限公司	33%	2004/12/13
瑞银证券	瑞士银行有限公司	51%	2006/12/11
瑞信方正	瑞士信贷银行股份有限公司	33.30%	2008/10/24
中德证券	德意志银行股份有限公司	33.30%	2009/4/10
摩根士丹利华鑫证券	摩根士丹利亚洲有限公司	33.33%	2011/5/4
东方花旗证券	CITIGROUP GLOBAL MARKETS ASIA LIMITED	33.33%	2012/6/4
摩根大通证券（中国）	J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited	51%	排队中
野村东方国际证券	野村控股株式会社	51%	排队中

资料来源：证监会官网，天风证券研究所

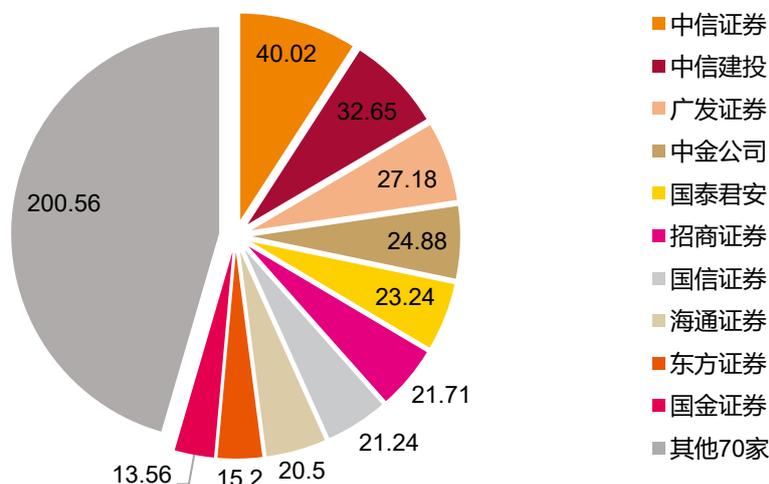
引进优质外资券商是大力发展直接融资的重要举措：一方面，其能够在股权融资等投行业务领域引入国外成熟专业的服务和工具，丰富市场生态；另一方面，引入优质外资券商能够倒逼国内券商积极变革，提高行业竞争力，以促进资本市场成熟度的提升。这种情况下，国内券商面临的市场竞争压力将不可避免的增大，因此如何提升自身专业能力、调整业务结构、创新业务工具、加强核心竞争力，真正实现金融帮扶实体经济发展的本质，是国内券商亟需思考解决的问题。

其二，“金融服务实体”大有可为，头部券商首先受益。

由于征信体系的不健全以及信批、股东结构等方面因素，中小企业在传统信贷融资渠道上劣势明显；另一方面，相比于发达国家，我国直接融资市场的建设更是远远不够。截止 2018 年末，我国社会融资规模存量为 200.75 万亿，作为直接融资的组成部分，企业债券和非金融企业境内股票余额分别为 20.13 万亿、7.01 万亿，占同期社会融资规模存量的 13.52%。而西方发达国家，直接融资的比重在 70%左右，美国则达到了 80%以上。间接融资通道的阻塞和直接融资通道的匮乏，共同导致了中小企业“融资难融资贵”的问题。

上文提到，由于我国当前杠杆率已经接近极限，因此在去杠杆的大背景下，应主要依靠直接融资市场为企业输血。金融与实体的联系将更为紧密，也将为金融机构，尤其是券商开辟更为广阔的领域。根据过去几年的资本改革思路，本次科创板推进的初期，头部券商将大概率成为改革的主要推动者和受益者。

图 10：前 10 大券商投行业务收入及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合以上，我们认为在产业升级和科创板推出背景下，券商的直接融资业务仍大有可为，监管层扶优限劣，有利于重塑券商格局。

2.4. 类比创业板推出前后，科创板对 A 股市场有何影响？

创业板旨在为高科技企业提供融资渠道，支持成长行业的发展，是丰富和完善 A 股市场结构的一项创新制度。当前正在酝酿的科创板也是资本市场为了孵化科技型成长型企业并试点注册制等改革的一项创新尝试。回顾创业板的设立过程，自 2007 年 6 月创业板框架初定，2008 年 3 月《管理办法》(征求意见稿)发布，最终于 2009 年 10 月 30 日正式上市。这一部分，我们主要分析创业板正式推出前后对市场的影响，在科创板推出前后对 A 股市场的影响，可能也有类似的规律。

创业板推出前后对市场主要有三个效应：

(1) **示范效应**：创业板首发市盈率较高，对小市值占主导的中小板指和中证 500 有一定示范作用；创业板上市后，中小板指和中证 500 的指数涨幅，相比主板指数均有提高。

(2) **分流效应**：创业板上市后，带动了中小股票活跃度，表现为中小板指和中证 500 换手率提高；但对主板资金存在分流效应，表现为上证综指与沪深 300 换手率略有下滑。

(3) **风格效应**：创业板上市后，消费和成长（TMT、军工、医药、食品饮料等）表现好于周期和金融，并且成长板块换手率大幅提高。

科创板将重点支持高新技术产业和战略性新兴产业，理论上，科创板上市企业也会有较高的科技属性与估值水平，我们预计，科创板推出前后，对 A 股市场的影响也可能表现出：示范效应、分流效应与风格效应。

图 11：创业板开设时间表

时间	事件
2009 年 3 月 31 日	证监会正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》
2009 年 7 月 1 日	证监会正式发布《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》
2009 年 9 月 13 日	证监会宣布，于 9 月 17 日召开首次创业板发审会，首批 7 家企业上会
2009 年 10 月 23 日	创业板举行开板启动仪式，首批上市的 28 家创业板公司
2009 年 10 月 30 日	创业板正式上市

资料来源：证监会网站，天风证券研究所

2.4.1. 示范效应：中小板指和中证 500 表现好于上证综指和沪深 300

创业板首日发行市盈率高于主板、中小板，低于中证 500。2009 年 10 月 30 日，首批创业板上市的 28 家公司，平均 PE 为 56.7 倍；同日，上证综指、沪深 300、中证 500 和中小板指的 PE 分别为 28.0、26.4、78.3 和 39.4 倍。

图 12：首批创业板上市的 28 家公司，平均 PE 为 56.7 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

创业板上市前后，中小板指和中证 500 表现均好于上证综指和沪深 300。说明创业板较高的估值对市值同样较小的中小板指和中证 500 有一定示范作用，特别是在创业板上市 2 个月之后，中小板指和中证 500 较主板指数的超额收益表现尤为明显。

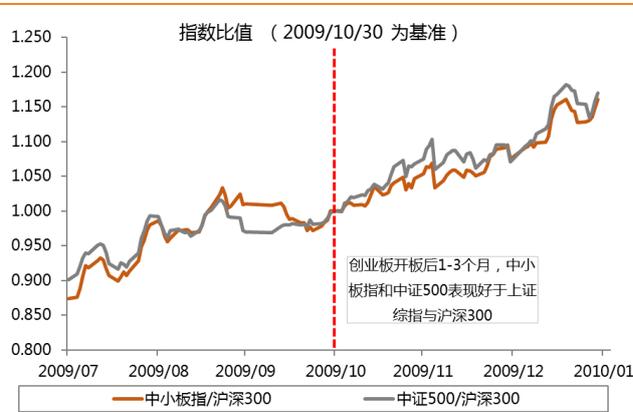
图 13：创业板上市前后 3 个月指数表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0，

图 14：创业板上市前后 3 个月指数比值走势



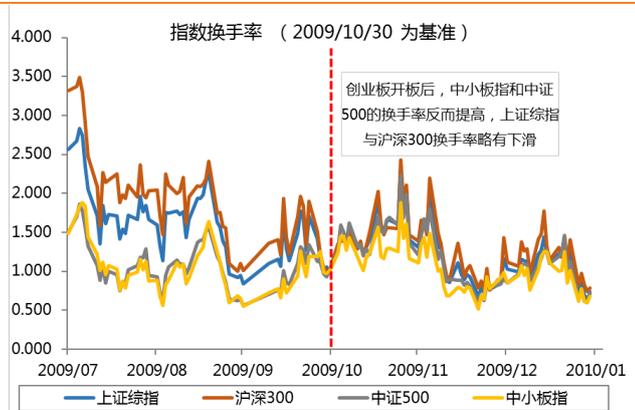
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

2.4.2. 分流效应：上证综指和沪深 300 换手率下滑，中小板和中证 500 换手率反而提高

创业板上市后，中小板指和中证 500 的换手率反而有所提高，但上证综指与沪深 300 换手率略有下滑。说明，创业板开板后带动了中小股票的行情和活跃度，但对主板资金存在一定的分流效应。

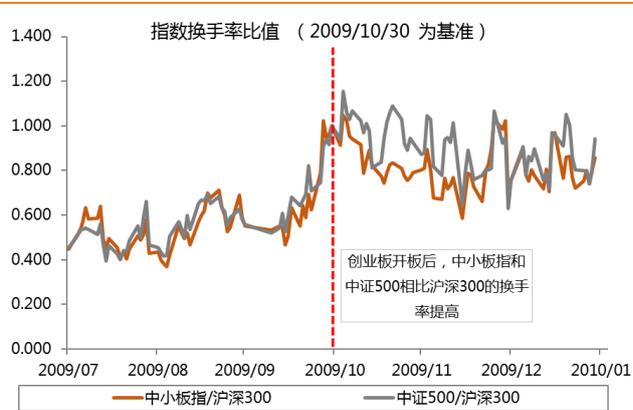
图 15：创业板上市前后 3 个月指数换手率表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

图 16：创业板上市前后 3 个月指数换手率比值走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

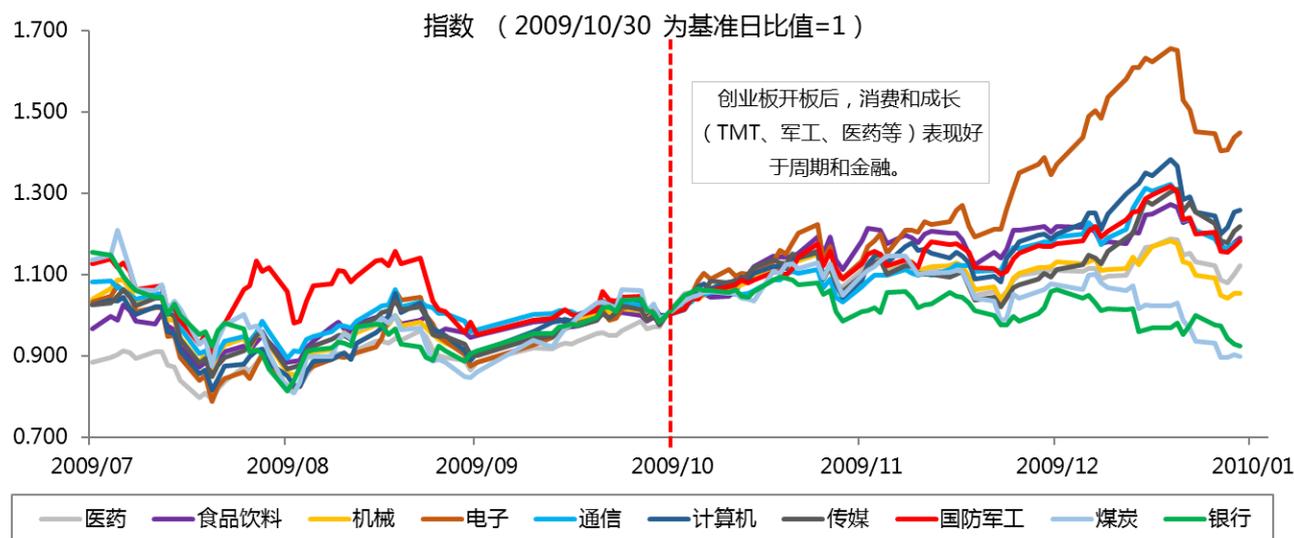
2.4.3. 风格效应：消费和成长表现好于周期和金融

由于创业板公司中，医药和 TMT 行业权重占比最高，对市场风格有引导作用。

从行业涨跌角度看：创业板上市后，消费和成长（TMT、军工、医药、食品饮料等）表现大幅好于周期和金融。

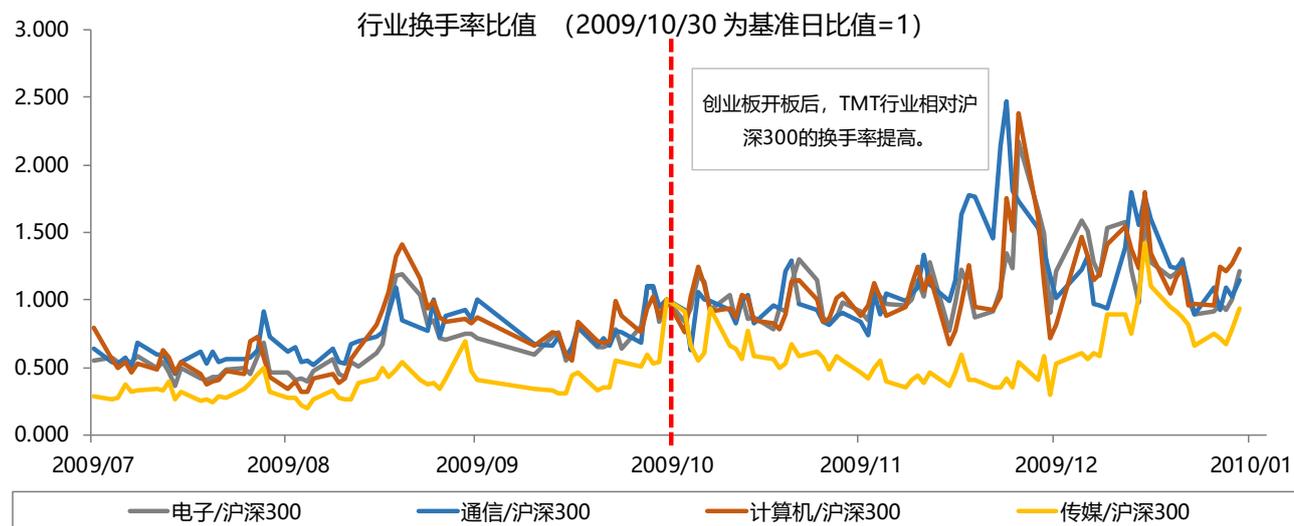
从行业换手率角度看：创业板上市后，成长板块表现更活跃，TMT 相对沪深 300 的换手率提高。

图 17：创业板上市后，消费和成长表现好于周期和金融



资料来源: Wind, 天风证券研究所。注: 指数或指数比值已标准化, 基准日=1.0

图 18: 创业板上市后, 成长板块表现更活跃



资料来源: Wind, 天风证券研究所。注: 指数或指数比值已标准化, 基准日=1.0

3. 海外角度有何经验可以借鉴：借鉴美港股经验，打造富有活力的“中国科技股圣地”——天风海外何翩翩团队

3.1. 有效借鉴纳斯达克，科创板有望打造中国特色的“科技股圣地”

纳斯达克证券交易所（NASDAQ）始建于 1971 年，是一个完全采用电子交易、为新兴产业提供竞争舞台、自我监管、面向全球的股票市场。作为美国第二大的股票交易所，有许多科技公司在纳斯达克上市已久。

我们认为科创板的设立，对于完善中国多层次资本市场体系，大量中小型企业，特别是创新型企业的融资需求有非常正面的积极影响。而且注册制将成为科创板区别其他上市板的一大亮点，科创板有机会成为真正的“中国版纳斯达克”。

我们可以从纳斯达克的上市制度和标准的变迁、市场内部分层的演变等角度，向成熟市场进行借鉴，有效推进科创板的顺利实施，并对中国资本市场产生积极影响。结合深圳证券交易所《纳斯达克市场内部分层与上市标准演变分析及启示》（作者：化定奇，中图分类号：F830.9），上海证券交易所资本市场研究所《纽交所和纳斯达克上市制度变迁及启示》等研究报告，我们简析纳斯达克对科创板的借鉴意义。

在美国经济不同发展阶段，纳斯达克交易所紧跟产业政策调整，主动适应企业融资需求，适时调整上市制度和市场板块，有效满足了不同类型企业多元化融资需求，助力新兴产业发展。

1971 年成立伊始，纳斯达克只拥有单一层次；1982 年成立纳斯达克全国市场，提高了上市标准，其它不满足全国市场上市标准的股票则纳入纳斯达克常规市场，此后更名为纳斯达克小型市场。2006 年纳斯达克成立全球精选市场，引入更高的上市标准，至此形成目前的三个市场层次：纳斯达克全球精选市场（Nasdaq Global Select Market）、纳斯达克全球市场（Nasdaq Global Market）和纳斯达克资本市场（Nasdaq Capital Market）。

而不同层次的制度差异目前主要体现在上市标准方面，纳斯达克的上市制度经历了三次比较重大的变化。

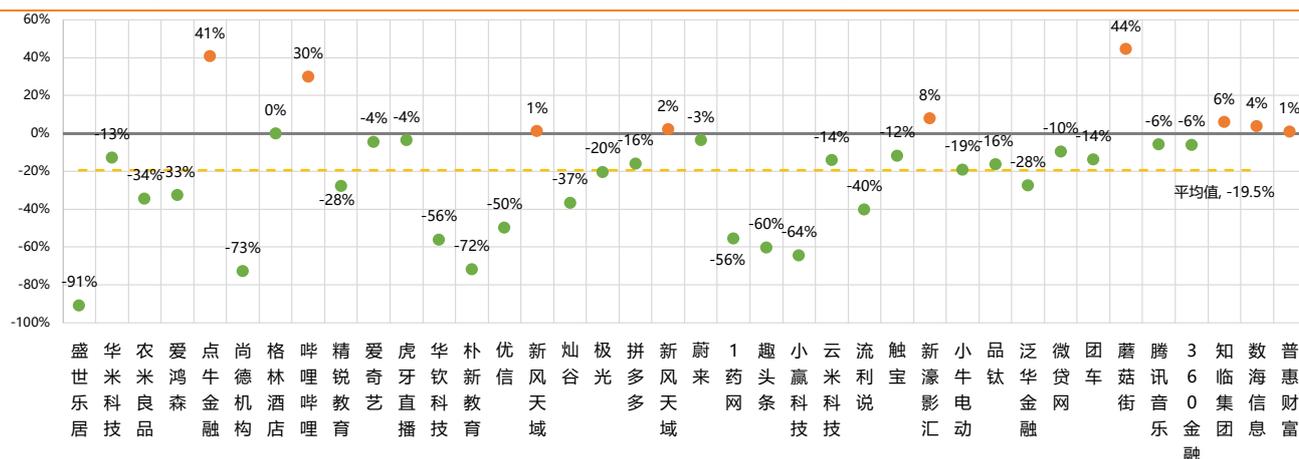
1) 1980-2000 年，为了适应美国对新兴产业的大力推动，交易所增设上市标准、降低上市门槛来更好的服务科网股公司。

2) 2001-2005 年，互联网泡沫的破灭也让市场监管趋严，退市制度的完善显得尤为重要，大浪淘沙保证了交易所内上市公司的质量。

3) 2006 年至今，全球交易所竞争加剧，包括港交所一跃成为 IPO 上市最活跃的市场之一，纳斯达克通过增设全球精选市场丰富市场层次，更好的提升服务新经济公司的能力。

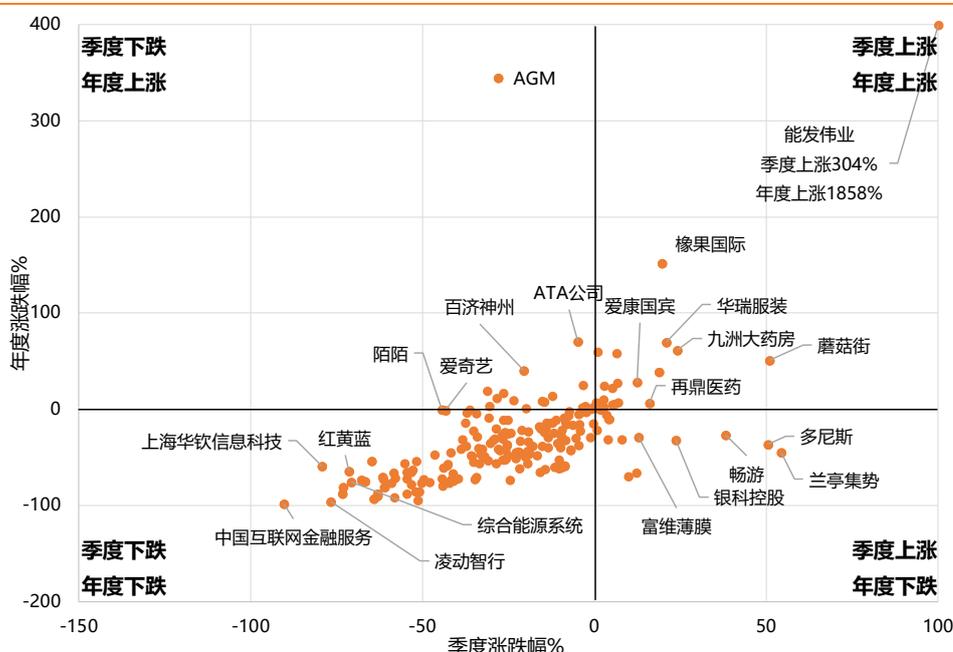
我们认为，“因势而变”是保证纳斯达克市场活力的核心因素，而致力于吸引科技类公司打造“科技光环”，也让纳斯达克成为科技公司的上市“圣地”。与时俱进的上市制度下建立完善的退市制度实现优胜劣汰，打造“有进有退、进退有序”的内在循环机制，也为美国股票市场的长效平稳运行打下坚实基础。科创板的设立，将吸引一大批科技公司入驻，搭建科创企业和市场资金的桥梁，为中国的新经济注入资金和活力。

图 19：2018 美国上市中概股（剔除 AGMH、GLAC、GLACU、LOAC、LOACU）较首日收盘价表现（按上市日期排列）



资料来源：数据截至到 12 月 28 日收盘，彭博，Wind，天风证券研究所整理

图 20：中概股表现情况



资料来源：数据截至到 12 月 28 日收盘，彭博，Wind，天风证券研究所整理

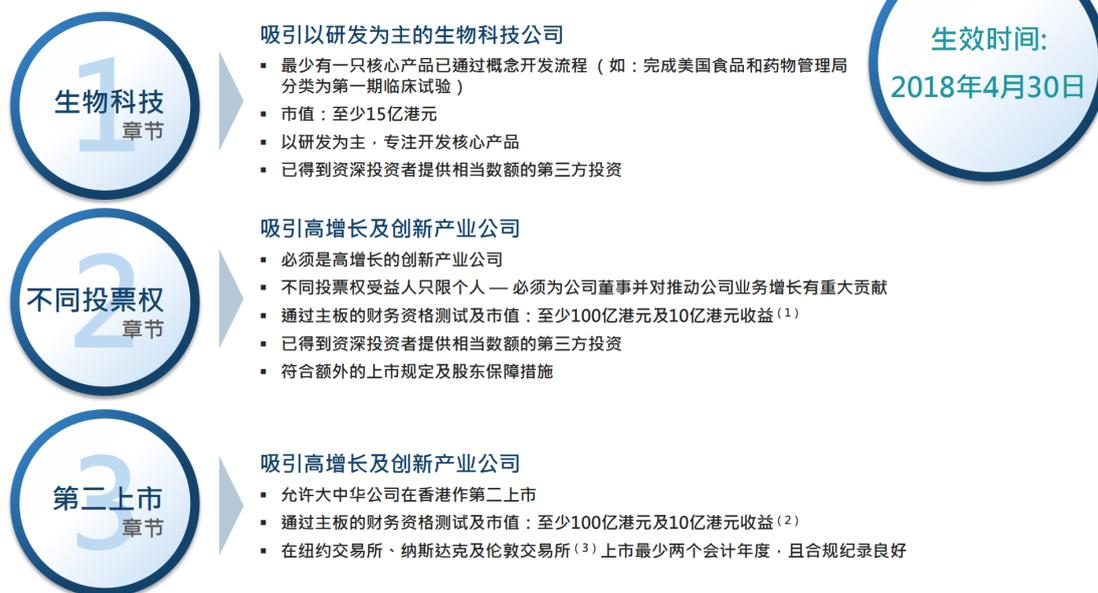
3.2. 港交所新经济政策初显成效，科创板有望进一步提升 A 股活力

2018 年港交所通过对《主板规则》的修改推进了一系列新经济上市政策，主要包括：1) 允许不同投票权架构的新兴及创新产业发行公司上市；2) 允许尚未盈利或者未有收入的生物科技发行公司上市；3) 将允许不同投票权架构的新兴及创新产业公司在香港作为第二上市公司发行上市。

我们认为港交所新经济政策推出后，吸引了较多新经济公司赴港上市，包括：小米集团、美团点评、平安好医生、中国铁塔、药明康德、百济神州等。无论对于港股整体发行融资、港股行业结构多元化、投资机会和交易活跃度都有较好成效，而科创板的设立也将吸引一大批科技公司入驻，搭建科创企业和市场资金的桥梁，有望更上一层楼。

图 21：港交所对《主板规则》修改和解释

对《主板规则》的修改：



资料来源：港交所官网，天风证券研究所整理

3.2.1. 新经济政策助力，2018 年全球 IPO 市场香港成为冠军，科创板有望促进更多公司赴 A 股上市融资

2018 年香港共有超过 200 只新股 IPO，融资近 2900 亿港元，对比 2017 年 161 只新股 IPO，以及融资约 1300 亿港元的融资额。其中，融资额前 20 名的企业中有 8 家以新经济和科技为主题的公司，包括小米集团、美团点评、平安好医生、中国铁塔、药明康德、百济神州等，9 家公司融资总额达 1653 亿港元，占总融资额的 57%，同时让港交所成为 2018 年全球上市融资额第一位的交易所。我们认为科创板的设立也将吸引一大批科技公司入驻，有望促进更多公司赴 A 股上市融资。

图 22：港股 2018 年前 20 大 IPO 融资额企业

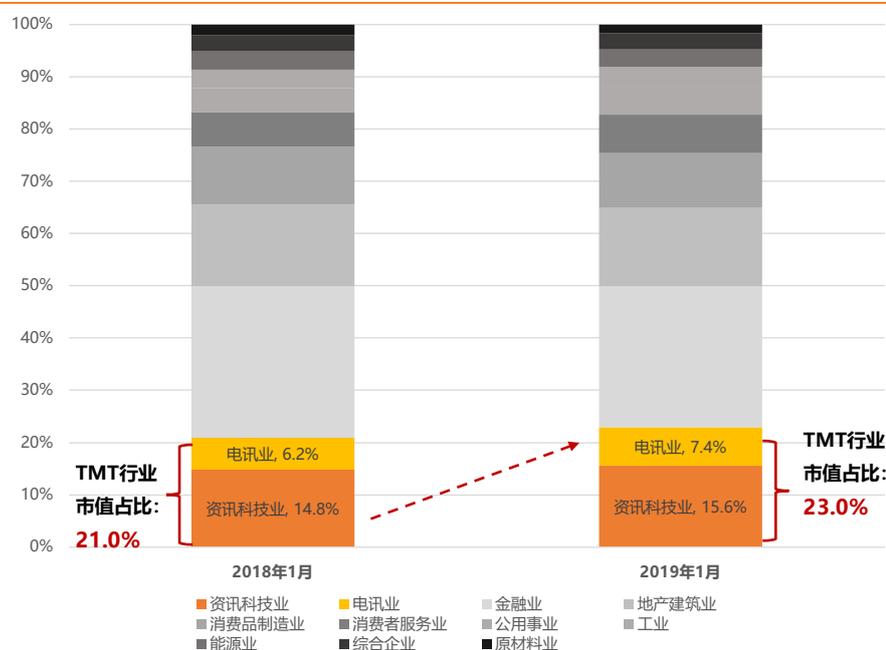
序号	代码	名称	上市日期	发行价格(港元)	IPO融资额(亿港元)
1	0788.HK	中国铁塔	2018-08-08	1.3	588.0
2	1810.HK	小米集团-W	2018-07-09	17.0	426.1
3	3690.HK	美团点评-W	2018-09-20	69.0	331.4
4	1833.HK	平安好医生	2018-05-04	54.8	87.7
5	1916.HK	江西银行	2018-06-26	6.4	86.0
6	2359.HK	药明康德	2018-12-13	68.0	79.2
7	6862.HK	海底捞	2018-09-26	17.8	75.6
8	6160.HK	百济神州-B	2018-08-08	108.0	70.8
9	2139.HK	甘肃银行	2018-01-18	2.7	68.4
10	1787.HK	山东黄金	2018-09-28	14.7	52.5
11	2048.HK	易居企业控股	2018-07-20	14.4	46.8
12	6158.HK	正荣地产	2018-01-16	4.0	44.8
13	6190.HK	九江银行	2018-07-10	10.6	43.2
14	3319.HK	雅生活服务	2018-02-09	12.3	41.0
15	1801.HK	信达生物-B	2018-10-31	14.0	38.0
16	1992.HK	复星旅游文化	2018-12-14	15.6	33.4
17	1772.HK	赣锋锂业	2018-10-11	16.5	33.0
18	3990.HK	美的置业	2018-10-11	17.0	32.4
19	1765.HK	希望教育	2018-08-03	1.9	32.0
20	1672.HK	歌礼制药-B	2018-08-01	14.0	31.4

资料来源：港交所官网，天风证券研究所整理

3.2.2. 港股 TMT 行业市值比例提升，科创板有望促进 A 股行业结构多元化

港股目前整体仍以金融、地产、制造业等传统行业为主，代表新经济的 TMT 板块在 2018 年 1 月市值占比为 21%，随着 2018 年新经济政策推出，中国铁塔、小米、美团等大型 TMT 公司有效提升了 TMT 行业市值的占比，在 2019 年 1 月达 23%。我们认为随着科创板吸引较多新兴和创新产业公司上市，A 股行业结构也有望向更加多元化的比例发展。

图 23：港股 TMT 行业市值比例在 2018 年推出新经济政策后有效提高



资料来源：Wind，天风证券研究所整理

3.2.3. 新经济政策为港股带来投资机会，科创板有望吸引更多投资者、提振市场活跃度

随着小米、美团、中国铁塔的上市，丰富了港股整体行业结构，也带来了较多投资机会，例如自 2018 年 11 月以来，代表新经济的恒生互联网科技指数自 11 月以来整体表现优于传统行业公司较多的恒生指数。此外，在 18 年下半年行情较弱的情况下，港股仍能维持平均水平以上的成交额。我们认为科创板设立后多元化的投资标的和主题方向，有望吸引更多国内外投资者、提振整体 A 股市场的活跃度。

图 24：恒生互联网科技指数和恒生指数自 2018 年 11 月以来表现



资料来源：数据截至 2018 年 3 月 1 日，Wind，天风证券研究所整理

图 25：2016 年以来港股每月日均成交额（亿港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所整理