2019年第5期(总第320期)

辽宁省财政科学研究所

辽 宁 省 财 政 学 会 2019年7月15日

**本期主题：科创板**

[按]科创板是“科技创新板”的简称，英文是Sci-Tech innovAtion boaRd (STAR Market），由国家主席习近平于2018年11月5日在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立，是独立于现有主板市场的新设板块，并在该板块内进行注册制试点。2019年1月30日，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》。2019年6月13日，科创板正式开板。7月22日科创板首批公司将上市。作为2019年资本市场的发展重心，科创板无疑是今年的最强风口之一。科创板的设立有望缓解我国科技创新企业发展过程中的投融资瓶颈，缩短成长周期，提高企业成功概率，其重要性不言而喻。科创板摸索出来的IPO等方面经验，应为主板、中小板、创业板所充分借鉴，推动我国资本市场发展进入崭新阶段。科创板与现有主板有先后之别，无优劣之分。当然科创板是近年来我国各方面改革渐进推进过程中突破性的基础制度建设。目前单兵突进难免会遇到这样那样的问题，需要有关各方反复沟通，围绕关键细节推演多种场景，谋定而后动。

**政策背景和实施进程**

 一、政策背景

 2013年11月，十八届三中全会做出了推进股票发行注册制的重大决策。2015年12月27日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议审议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定（草案）》的议案，明确授权国务院可以根据股票发行注册制改革的要求，调整适用现行《证券法》关于股票核准制的规定，对注册制改革的具体制度作出专门安排。股票发行注册制改革是我国资本市场股权融资监管制度的重大变革，其核心在于理顺市场和政府的关系，既要解决好发行人与投资者信息不对称所引发的问题，又要规范监管部门的职责边界，充分发挥市场配置资源的决定性作用，防止政府部门对市场的过度干预。这一决定的正式通过，标志着推进股票发行注册制改革具有了明确的法律依据，是资本市场基础性制度建设的重大进展，也是完善资本市场顶层设计的重大举措，为更好地发挥资本市场服务实体经济发展的功能作用，落实好中央提出的推进供给侧结构性改革各项工作要求，提供了强有力的法律保障。2018年11月5日，国家主席习近平出席首届中国国际进口博览会开幕式并发表主旨演讲，宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。

 二、实施进展

 从2018年11月5日到2019年7月22日，从宣布设立科创板并试点注册制到科创板正式开市，历时259天，可谓进展神速。

 2018年11月5日，上海证券交易所表示将认真落实习近平总书记指示，在中国证监会的指导下，积极研究制订科创板和注册制试点方案，向市场征求意见并履行报批程序后实施。

 2019年1月23日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平主持召开中央全面深化改革委员会第六次会议并发表重要讲话，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制总体实施方案》《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年1月30日，中国证监会就《科创板上市公司持续监管办法（试行）》和《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》公开征求意见；同日，上海证券交易所就设立科创板并试点注册制相关配套业务规则公开征求意见。

 2019年2月13日，证监会党委委员、副主席李超主持召开座谈会，听取部分行业专家、证券公司、基金管理公司、创投机构和科创企业代表对设立科创板并试点注册制相关制度规则的意见建议。

 2019年2月20日至21日，证监会主席易会满围绕设立科创板并试点注册制有关问题，带队赴上海听取市场机构对相关制度规则的意见建议，并调研督导上海证券交易所相关改革准备工作。

 2019年3月1日，中国证券监督管理委员会主席易会满签署第153号令和第154号令。第153号令说，《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》已经于2019年3月1日中国证券监督管理委员会第1次主席办公会议审议通过，现予公布，自公布之日起施行；第154号令说，《科创板上市公司持续监管办法（试行）》已经于2019年3月1日中国证券监督管理委员会2019年第1次主席办公会议审议通过，现予公布，自公布之日起施行。

 2019年3月4日，《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》正式发布，科创板配套规则进一步明晰。

 2019年3月15日，上交所正式发布《保荐人通过上海证券交易所科创板股票发行上市审核系统办理业务指南》与《科创板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引》。3月18日，上交所科创板股票发行上市审核系统正式上线并开始接受发行人申请。

 2019年4月13日，第一届科创板股票上市委员会成立大会在上交所交易大厅举行。按照设立科创板并试点注册制总体工作部署以及《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《上海证券交易所科创板股票上市委员会管理办法》，经相关程序，上交所设立了科创板股票上市委员会。

 2019年6月5日，上交所科创板上市委员会召开第一次审议会议，审议通过微芯生物、天准科技、安集科技3家企业上市申请。

 2019年6月13日，在第十一届陆家嘴论坛开幕式上，中国证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式。6月14日，证监会同意华兴源创、睿创微纳首次公开发行股票注册。

 2019年6月15日，券商完成科创板技术通关测试。6月27日，华兴源创进行网上申购，股票代码为688001。7月1日公布了中签结果。

 2019年6月21日，最高人民法院发布《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》，从依法保障以市场机制为主导的股票发行制度改革顺利推进、依法提高资本市场违法违规成本、建立健全与注册制改革相适应的证券民事诉讼制度等方面提出了17条举措。

 2019年7月22日，科创板首批企业上市交易。

**六大要点详解科创板**

 随着科创板各种政策的发布和落地，科创板的上市审核规则、发行与承销办法、上市委员会管理办法等实操性内容有了明确规定。具体内容详解如下。

 一、注册制度：试点注册制，上市秉承“包容性原则”

 1.科创板试点注册制。之前主板、中小板、创业板均为核准制，科创板为首次施行注册制的场内市场。科创板IPO审核任务改由上交所承担，证监会仅负责IPO注册。这样，可以淡化IPO审核的行政管制与行政干预，还原IPO的市场属性。科创板将IPO审核重心放在IPO信息披露的合规性、完整性、真实性、充分性上，淡化对IPO申请人的投资价值的实质性判断。同时设置科创板上市委员会与科技创新咨询委员会，发挥监督制衡作用、提供专业咨询意见，可以健全我国多层次资本市场结构，淘汰劣质空壳企业、优化资本市场投资效率。目前初步预期的审核周期在6-9个月，证监会在上交所审核通过后20个工作日内完成注册。这与目前香港的制度较为类似，提升了企业注册发行上市的效率。

 2.科创板的上市体现“多元包容”原则。①根据IPO申请企业的股权结构类型，科创板挂牌标准分别设立了三类企业的IPO标准：即普通股权结构（同股同权）、特殊股权结构（同股不同权）及红筹企业（未在境外上市）。其中，同股不同权不同的主要是表决权，并明确特别表决权股份经过转让后，就同时恢复同等表决权。这种设置的优点是能将控制权最大程度保留在内部团队，缺点是缺乏股东制衡，容易出现利益输送等情况。红筹企业通过发行CDR（中国存托凭证）的方式上科创板，条件采用2018年6月出台的《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等配套规则。设置红筹企业一方面可以保证国内科技公司创始人对公司的控制，推动公司持续创新；同时也可以鼓励国外优质红筹企业回归国内市场。②在普通股权企业的IPO标准上，又设置了**五个**不同的通道（见表1），除了第二个通道强调净利润外，其他四个通道都没有盈利性量化要求。③允许尚未盈利或存在累计未弥补亏损的优质企业在科创板上市。不再对无形资产占比进行限制。可以提高尚未盈利科技企业的直接融资比例，促进企业孵化发展。④上市公司子公司可分拆上科创板。科创公司募集资金应当用于主营业务，重点投向科技创新领域。综上，在IPO标准设计上，与传统的A股市场不同，科创板借鉴纳斯达克（NASDAQ）的成功经验，设置了多通道、低门槛的IPO标准，主要针对成长性科创企业，并且淡化了净利润及净资产指标的重要性，这在很大程度上迎合了各种业态的创新企业IPO的诉求。

**表1 科创板5套差异化上市标准**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 序号 | 通道类别 | 具体要求 |
| 1 | 市值+营收 | 预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元 |
| 2 | 市值+净利润；市值+净利润+营收 | 预计市值不低于人民币10亿元。最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元，或者最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元 |
| 3 | 市值+营收+研发投入 | 预计市值不低于人民币15亿元，最近一年营业收入不低于人民币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不低于15% |
| 4 | 市值+营收+现金流量 | 预计市值不低于人民币20亿元，最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元 |
| 5 | 市值+市场空间 | 预计市值不低于人民币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 |

 二、发行定价：强调定价有效性

 1.取消直接定价，实行市场化询价定价。科创板新股定价**机构投资者**为参与主体，将首次公开发行询价对象限定在证券公司、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七类专业机构投资者（被统称为网下投资者）。网下投资者可以按照管理的不同配售对象账户分别申报价格，允许网下投资者为其管理的不同配售对象填报不超过3档的拟申购价格。**打破现有市场发行23倍市盈率的限制**，同时强化网下报价的信息披露和风险揭示，促进价格充分发现、提高网下发行配售数量占比（见表2）、并降低网上投资者申购单位。

 2.中介机构“保荐+跟投”，推动中介机构谨慎定价和保荐，防止短期套利冲动。科创板试行保荐人相关子公司的“跟投”制度，明确中介机构通过子公司使用自有资金进行跟投，跟投比例在2-5%，锁定期两年。当前海外资本市场只有韩国引入了这一机制。通过中介机构资本约束方式，可以消除发行人和主承销商之间的利益捆绑，杜绝发行价格虚高情况，促进市场价格稳定。同时可以迫使券商在承销时更加认真、审慎，倒逼券商提高自身的资金实力、研究能力、合规风控能力。

**表2 科创板网下发行比例规定**

|  |  |
| --- | --- |
| 序号 | 发行比例规定 |
| 1 | 公开发行后总股本不超过4亿股的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的70% |
| 2 | 公开发行后总股本超过4亿股或者发行人尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的80% |
| 3 | 应当安排不低于本次网下发行股票数量的40%优先向公募基金、社保基金和养老金配售 |
| 4 | 公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金有效申购不足安排数量的，发行人和主承销商可以向其他符合条件的网下投资者配售省域部分 |
| 5 | 对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得配售的比例应当相同。公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。安排向战略投资者配售股票的，应当扣除向战略投资者配售部分后确定网下网上发行比例 |

 3.引入红鞋、绿鞋以及战略配售机制。①红鞋机制即回拨机制，指网上投资者超额申购幅度较大时，发行人从网下向网上回拨，以满足网上投资者需求的操作。网上投资者有效申购倍数超过50倍且不超过100倍的，回拨比例为本次公开发行股票数量的5%；网上投资者有效申购倍数超过100倍的，回拨比例为本次公开发行股票数量的10%；回拨后无限售期的网下发行数量不超过本次公开发行股票数量的80%。这一制度有利于保证线上投资者的利益。②绿鞋机制指超额配售选择权。与港股发行制度相同，在科创板上市的发行人和主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的15%。绿鞋机制可以防止新股上市后股价跌破发行价以下，增强参与一级市场认购投资者信心，实现新股股价由一级市场向二级市场的平稳过渡。③科创板的战略配售制度与港股的基石投资者相仿，但持有期限为12个月，长于港股。据《发行承销实施办法》（征求意见稿），科创板上市企业首次公开发行股票数量在1亿股以上的，可以向战略投资者配售。战略投资者配售股票的总量超过本次公开发行股票数量30%的，应当在发行方案中充分说明理由。首次公开发行股票数量不足1亿股，战略投资者获得配售股票总量不超过本次公开发行股票数量20%的，可以向战略投资者配售。战略投资者不参与网下询价，且应当承诺获得本次配售的股票持有期限不少于12个月，持有期自本次公开发行的股票上市之日起计算。向战略投资者配售的股票不被计入网下网上发行比例，安排向战略投资者配售股票的企业，应当扣除向战略投资者配售部分后确定网下网上发行比例。允许发行人高管与员工通过专项资产管理计划，参与发行人股票战略配售。建立发行人高管与核心员工认购机制，有利于向市场投资者传递正面信号。

 三、交易制度：保障市场流动性良性平衡

 1.适当放宽涨跌幅限制至20%，新股上市后的前5个交易日不设涨跌幅限制，灵活申报价格最小变动单位，同时引入盘后固定价格交易。盘后固定价格交易是指在竞价交易结束后，投资者可以通过收盘定价委托，按照收盘价买卖股票。因此，科创板将彻底打破传统A股市场新股上市首日必须44%秒停的潜规则，同时也不可能出现新股上市后必须连拉N个涨停板的奇葩现象，甚至不排除在新股上市的头5个交易日（不设涨跌幅限制）就可能出现股价跌破发行价的“破发”的情形，或者会有一部分在高位买入的人，在头5个交易日内可能被套在头部，出现较大亏损。

 2.首日放开融券（Securities Lending），着力改善“单边市”问题。融券即出借证券，证券公司将自有股票或客户投资账户中的股票借给做空投资者，做空投资者借证券来出售，到期返还相同种类和数量的证券并支付利息。科创板股票自上市首个交易日起可作为融资融券标的，且融券标的证券选择标准将与A股有所差别。

 综上，国际对标来看，科创板涨跌幅放开释放积极信号，放开融券期待多空平衡。国内对标来看，科创板在投资者角度对标沪伦通（上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通的机制），交易方式及单笔交易选择更为多元化。

 四、退市制度：退市从严，促进市场高质量发展

 科创板包容的代价就是其退市制度更高效、更有威慑力，让退市更容易。

 1.标准方面综合考虑市场与财务指标，改善此前仅联系亏损导致的退市效率不足。科创板退市制度与传统A股市场不同，它引入财务、交易、规范、重大违法四大类退市标准，并重点突出了“市场化”程度最高的退市标准——交易类退市标准的作用（见表3），充分尊重投资者的话语权，只要投资者“用脚投票”成功，它将无条件退市。

**表3 科创板专门设定的投资者“用脚投票”的四种退市法则**

|  |  |
| --- | --- |
| 退市法则 | 具体规定 |
| 1.成交量不达标退市标准 | 通过本所交易系统连续120个交易日实现的累计股票成交量低于200万股 |
| 2.一元退市标准 | 连续20个交易日股票收盘价均低于股票面值 |
| 3.市值不达标退市标准 | 连续20个交易日股票市值均低于3亿元 |
| 4股东人数不达标退市标准 | 连续20个交易日股东数量均低于400人 |

2.程序更为严格。在新制度下，上市企业触及终止上市标准的，股票直接终止上市，不再适用暂停上市、恢复上市、重新上市程序，触及财务类指标第一年风险警示、第二年直接退市，从原来的四年缩短至两年，相比2018年11月退市新规更为严格。

3.关注“空心化”企业。科创板专门强调对于营收主要来源与主营业务无关的企业退市处理（“空心化”企业），如果有证据表明其丧失持续经营能力的，将启动退市程序，“壳”资源价值下降，有利于遏制恶意投机，引导投资者理念趋于理性。

 五、投资者保护制度：设立“投资者适当性管理”专章，减持更为谨慎

 1.个人投资者的适当性条件。申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币50万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）且参与证券交易满24个月。未满足适当性要求的投资者，可通过购买公募基金等方式参与科创板。该条款有利于保护中小投资者权益。

 2.会员券商对个人投资者进行综合评估，进行充分风险揭示。重点评估个人投资者是否了解科创板股票交易的业务规则与流程，以及是否充分知晓科创板股票投资风险。动态跟踪，至少每两年进行一次风险承受能力的后续评估。

 3.对科创企业股份减持作出了更有针对性的安排。①首发前限售期12月，为保持控制权和技术团队稳定，锁定期3年；②对尚未盈利公司，股东不得减持首发前股份，但公司上市届满5年的，不再受此限制；③二级市场集合竞价、大宗交易方式减持比例每人每年1%，同时拟引导其创投基金等股东通过非公开转让方式向机构投资者进行减持，不再限制比例和节奏，受让股份锁定12个月。

 综上，投资者适当性管理从严的顺序依次为主板、创业板和科创板。科创板对投资者的资金量和交易年限有明确的要求；创业板有一定要求，但不强制；主板的要求最低。减持方面，科创板进一步趋严，限售期最长5年、集合竞价、大宗转让比例小于现行比例，同时新增非公开转让设置12个月锁定期大于现行大宗6个锁定期，有利于股权结构稳定。

 六、信息披露制度：更加严苛

 科创板是包容的，但包容是有前提的，其前提就是对发行人与上市公司信息披露的监管更严厉、更严苛，让犯罪成本更高。

 1.发行人是信息披露第一责任人，应当保证信息披露的真实性、准确性和完整性。科创板采用更有针对性的信息披露制度。在共性的信息披露要求基础上，着重针对科创企业特点，强化行业信息、核心技术、经营风险、公司治理、业绩波动等事项的信息披露，并在信息披露量化指标、披露时点、披露方式、暂缓豁免披露商业敏感信息、非交易时间对外发布重大信息等方面，作出更具弹性的制度安排，保持科创企业的商业竞争力。此外，科创板强化了减持信息披露。在保留现行股份减持预披露制度的基础上，要求特定股东减持首发前股份前披露公司经营情况，向市场充分揭示风险。控股股东和实际控制人应当积极配合科创公司履行信息披露义务，不得要求或者协助科创公司隐瞒重要信息。

 2.保荐人、证券服务机构对发行人的信息披露承担把关责任。科创板采用更加严格的保荐机构持续督导职责。细化对于上市公司重大异常情况的督导和信息披露责任。要求保荐机构关注上市公司日常经营和股票交易情况，督促公司披露重大风险，就公司重大风险发表督导意见并进行必要的现场核查。保荐人承担“看门人”职责，按照依法制定的业务规则和行业自律规范的要求，对发行上市申请文件进行全面核查验证，确保发行上市申请文件及所披露信息的真实、准确、完整。证券服务机构要确保相关信息披露文件及所披露信息的真实、准确、完整。将发行人的诚信责任和中介机构的把关责任落实到位，是发行上市监管的重要目标，也是注册制试点的改革方向。

 3.交易所将从充分性、一致性和可理解性的角度，对发行上市申请文件进行信息披露审核，以督促发行人及其保荐人、证券服务机构真实、准确、完整地披露信息，提高信息披露质量。试点注册制下，交易所将承担股票发行上市审核职责。坚持以信息披露为中心。注册制下的发行上市审核，在关注相关发行条件和上市条件的基础上，将以信息披露为重点，更加强化信息披露监管，更加注重信息披露质量，切实保护好投资者权益。交易所着重从投资者需求出发，从信息披露充分性、一致性和可理解性角度开展审核问询，督促发行人及其保荐人、证券服务机构真实、准确、完整地披露信息。这样的审核过程，是一个提出问题、回答问题，相应地不断丰富完善信息披露内容的互动过程；是震慑欺诈发行、便利投资者在信息充分的情况下作出投资决策的监管过程。

 与主板、创业板等的比较。创业板比主板有更加严格的信息披露要求，强调上市公司应充分披露核心技术变化可能造成的影响及风险。科创板对信息披露的要求更高，并针对科创企业特点，作了差异化和更具弹性的规定。

**科创板企业闯关流程**

 从科创板前3只股票——苏州华兴源创科技股份有限公司、烟台锐创维纳技术股份有限公司和苏州天准科技股份有限公司的闯关经历看，科创板企业上市流程包括获得上交所受理、问询、上市委会议、提交注册、注册生效、发行和挂牌交易7个步骤（见表4）。其中科创板企业从申报材料到过会，需要经过受理、首轮问询（20个工作日内）、审核沟通、多轮问询（10个交易日内）、问询回复、行业问题咨询、豁免披露、约见问询与调阅资料、现场检查、出具审核报告、审核时限、预披露上会稿等步骤，有的步骤可根据企业情况或有省略。

**表4 科创板企业闯关流程及时间表**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 流程 | 华兴源创688001 | 睿创微纳688002 | 天准科技688003 |
| 受理 | 3月27日 | 3月22日 | 4月2日 |
| 首轮问询 | 4月9日 | 3月29日 | 4月14日 |
| 上市委会议 | 6月11日 | 6月11日 | 6月5日 |
| 提交注册 | 6月13日 | 6月13日 | 6月11日 |
| 注册生效 | 6月14日 | 6月14日 | 6月19日 |
| 一级市场发行 | 6月27日 | 7月2日 | 7月2日 |
| 二级市场挂牌交易 | 7月22日 | 7月22日 | 7月22日 |

 截止至7月12日，又有22家企业陆续在科创板发行，需要指出的是，在7月3日（T-5）刊登招股意向书的这一批企业，发行周期（见表5）较此前几批缩短了一天，即这批6家企业将在招股意向书刊登当日网下路演，而非此前招股意向书刊登次日路演，发行环节减少了一个工作日。

**表5 科创板企业发行时间表**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 天数 | 流程 | 睿创微纳688002 |
| 1 | T-6 | 刊登招股意向书；网下投资者提交核查文件 | 6月24日（星期一） |
| 2 | T-5 | 网下投资者提交核查文件；安排网下路演 | 6月25日（星期二） |
| 3 | T-4 | 网下投资者提交核查文件；安排网下路演 | 6月26日（星期三） |
| 4 | T-3 | 初步询价；主承销商开展网下投资者核查战略投资者缴纳认购资金 | 6月27日（星期四） |
| 5 | T-2 | 确定发行价格；确定有效报价投资者及其可申购股数战略投资者确定最终获配数量和比例刊登《网上路演公告》 | 6月28日（星期五） |
| 6 | T-1 | 刊登《发行公告》《投资风险特别公告》；进行网上路演 | 7月1日（星期一） |
| 7 | T | 开展网上网下申购确定是否启动回拨机制及网上网下最终发行数量网上申购配号 | 7月2日（星期二） |
| 8 | T+1 | 刊登《网上中签率公告》；网上申购摇号抽签确定网下初步配售结果 | 7月3日（星期三） |
| 9 | T+2 | 刊登《网下初步配售结果及网上中签结果公告》网下发行获配投资者缴款网上中签投资者缴纳认购资金；网下配售投资者配号 | 7月4日（星期四） |
| 10 | T+3 | 网下配售摇号抽签主承销商根据网上网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额 | 7月5日（星期五） |
| 11 | T+4 | 刊登《发行结果公告》《招股说明书》发行完成，等待上市 | 7月8日（星期一） |

**科创板首批企业知多少**

 根据上交所数据，截至7月4日，已受理141家公司提交的发行上市申请，向118家公司发出了首轮问询函，科创板股票上市委员会已审议通过31家公司的发行上市申请，已有25家公司获得证监会同意注册的批复，系科创板首批挂牌上市公司。涉及上市交易的相关业务系统均已上线并平稳运行。

 从注册地来看，首批上市公司较为集中地分布于北上广苏浙等经济发展程度较高的地区，这5个省市共有20家公司：来自北京和上海的公司最多，均为5家；其次为江苏省，有4家公司；浙江省、广东省各有3家公司。另外，陕西省有2家，山东、福建、黑龙江各有1家。

 从行业分布来看，25家公司主要集中于两大行业：一是计算机、通信和其他电子设备制造业，有9家公司；二是专用设备制造业，有8家公司。另外铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业有3家公司，软件和信息技术服务业有2家公司，有色金属冶炼和压延加工业、仪器仪表制造业、通用设备制造业各有1家公司。

 首批上市的25家公司，拟融资金额共计310.89亿元，占2018年全年A股IPO募资总额的23%。其中，仅中国通号一家融资规模就达105亿元，占到全部25家公司融资总额的1/3。中国通号在首批25家上市公司中资产、营收、净利润规模均居首位，2018年营业收入达400.13亿元，净利润达37.17亿元；其也是科创板首家上市央企、首家“A+H”股上市公司。

 在科创板，公司的科技含量备受重视。从研发投入占比来看，25家公司中有1家2018年研发投入占营业收入比重超过30%，3家研发投入占比在20%-30%之间，7家在10%-20%之间，还有14家在0-10%之间。其中研发投入占比最高的为虹软科技，2016年-2018年三年间研发投入占营业收入比重均超过30%，2018年占比达32.42%。另外中微公司、安集科技、心脉医疗三家公司的2018年研发投入占比均超过20%。

 从上市标准的选择来看，20家企业选择市值要求最低的第一套标准，即“预计市值不低于人民币10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元，或者预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元”。有4家公司选择了第四套标准，即“预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元”，包括虹软科技、容百科技、中微公司、中国通号。还有天准科技1家公司选择了第三套标准，即“预计市值不低于人民币20亿元，最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元”。

 对于首批上市公司的保荐工作，保荐数量最多的为中信建投证券，共保荐5.5家公司（其中有一家为联合保荐）；其次华泰联合证券，共保荐3.5家公司（有一家为联合保荐）；中信证券保荐了3家公司。中金公司、国信证券、海通证券各保荐2家公司。

**科创板“新股三高”**

 一、什么是新股三高？

 2005年股权分置改革以后，中国股票发行制度也进行了改革，实施全流通模式。在股价的确定上，规定了由投资者参与的两次询价方式以及场内进行现金申购配售。现在看来，这次改革相较于过去，明显提高了市场化程度，其具体表现之一是发行价提高，发行风险也随之出现。在二级市场上，则出现了因为发行价偏高而导致的“破发”现象，一度市场上的破发率超过30%。在舆论界也就有了“三高”的说法，即市盈率高、股价高、超募资金高。在当时的市场环境下，这种局面对各界都带来了不小的压力，以至于后来监管部门暂停新股发行，着手研究新的发行方案，这以后也就有了以23倍市盈率为基准的定价模式，且至今还在除科创板以外的其它板块上实施。

 二、科创板的新股三高是伪命题？

2019年6月26日至7月5日，华兴源创（688001）、睿创微纳（688002）、天准科技（688003）、杭可科技（688006）和澜起科技（688008）等5家科创板公司已顺利完成了网下询价，并确定了发行价格，它们分别为24.26元/股、20.00元/股、25.50元/股、27.43元/股和24.80元/股；以此计算，扣非前市盈率和扣非后市盈率分别为：39.99和41.08倍、71.10倍和79.09倍、52.26倍和57.48倍、38.43倍和39.80倍、38.02倍和40.12倍，它们都超过了2014年以来传统A股市场IPO市盈率23倍的上限管制。除高股价和高市盈率之外，科创板IPO也出现了超募现象，比方，睿创微纳募投项目资金量为4.5亿元，而募资规模则高达12亿元，超募资金多达7.5亿元，超募比例高达166.67%。

科创板在新股发行中摈弃了23倍市盈率的潜在基准价，更多地让机构投资者以市场化的方式来参与定价，这样做的客观效果就是，在当前科创板公司还相当紧缺，市场对此又预期很高的背景下，发行市盈率必然普遍走高。而考虑到科创板新股上市前五个交易日不设涨跌停板，流动性有望好于主板等因素，很可能基于流动性溢价的原因，出现上市后股价大幅度上涨的状况。因此，届时有可能会出现“两高”，即高市盈率与高股价。当然，过了一段时间，出现高破发率，也未尝不可能。

针对科创板的新股三高，出现了三类观点。**一是**认为，科创板出现新股三高现象是极不正常的。历史上最夸张的超募是海普瑞，当时海普瑞的募投目标也就是5-6亿，但是因为赶上IPO价格放开，又有高盛等投行加持，因此借所谓生物科技的概念，发行价就是148元，开盘价166元，最高冲至188.88元，直接将老板夫妇送上了中小板首富的位置，募集到账的资金达到56亿左右，直接引发证监会对超募资金的管理新规。而时至今日，海普瑞的价格不过20元左右，复权回去也就60多元，差不多是开盘价的一个零头。显而易见，这种所谓的市场化是脱离了中国A股实情的，也是走不远的，IPO的资源是有限的，也是宝贵的，超募实际是对这种社会资源的严重透支和浪费，也是对市场化资源配置的一种嘲讽。存在未必是合理的，以二级市场的非理性炒作形成的泡沫价格去定义一级市场的实业资本需求本身就是本末倒置的行为，证监会作为管理部门负有不可推卸的监管之责。他们建议并要求监管层出面干预、实施必要的行政管制。

**二是**认为前者的观点和建议是十分危险、有害的，它会直接扼杀科创板和注册制，并扭曲科创板设立及注册制试点的初衷，甚至有可能将科创板变成第二个创业板或主板。科创板从设计开始，就是对标美国纳斯达克（NASDAQ）市场的，它是高科技企业发展的新引擎，也是中国经济转型、产业升级的新希望。我们应该时时检讨和反省，并不断地完善游戏规则，进而不断缩小它与NASDAQ的差距，而不是偏离这一基本方向。科创板+注册制将投资决策权交给市场和投资者。它以多通道的IPO标准包容各种业态的创新企业；它以信息披露为核心，充分尊重投资者的话语权与决策权。对IPO信息披露的监管，是上交所和证监会在IPO审核环节的最大权力与神圣使命。同样，在IPO定价环节中，科创板淡化行政管制，还原市场属性，它由满足投资者适当性管理规则的机构或个体参与新股定价、申购和交易，这既是对“小散”的隔离与保护，更是在市场细分后对投资者的尊重。传统A股市场的23倍发行市盈率上限管制，已被科创板完全废弃，这是正确而科学的选择。

**三是**认为科创板的三高风险，还是要加以防范的。目前虽有应对措施，例如剔除10%的最高价，以及在配售对象中随机抽取10%股票予以锁定半年等，而对上市以后股价的异常波动，也有包括熔断以及发出交易警示甚至暂停投机账户操作等措施。但应该看到，脱离企业实际以及市场条件的三高现象，是一种高度投机，对市场是有破坏作用的。而防范三高的出现，以及应对三高的泛滥，其实就是当前科创板面临的一大挑战。在这里，不断进行制度上的完善，以及努力提高机构投资者理性报价的能力，还有在二级市场上抑制盲目炒作的出现等，都是有关方面必须要加以研究的问题。当然，提高科创板上市公司的质量，挖掘具有良好成长性的企业，通过企业业绩的提升来降低市盈率，让高价格具有现实的支撑，这才是具有根本性作用的措施。与此同时，在询价制度上设计更加有效的约束性安排等，也是必不可少的。

**科创板对中国证券市场的影响**

 有人说五年磨一剑，有人说这是中国纳斯达克3.0版本。诚然，无论是突破盈利限制藩篱还是注册制发行，抑或是交易制度的尝试以及信息披露、退市的严要求，科创板的一小步都将会对资本市场产生深刻的影响。科创板在设计理念方面更加市场化、国际化，其很多制度设计都是对现有市场框架的重要突破。这些将会给A股带来哪些改变呢？

 中泰证券表示，科创板的整体规则体系考虑得比较齐全，弥补了A股过去三十年的缺陷。过去企业上市指标主要集中在盈利上，但这一指标容易进行财务处理，是一种静态考核，导致一些真正优秀但暂时不具备盈利能力的企业错过上市和发展机会。而科创板设立差异化上市指标，有利于内地一些优秀的企业在境内上市，防止优质上市资源向海外流走。

 广证恒生分析师赵巧敏在研报中表示，参考海外注册制环境下推出的资本市场新板块，我们预期科创板落地后的一段时间内，市场将整体性地呈现出估值高，交投活跃的特征。但从长期来看，科创板将呈现出“马太效应”。只有质地好，符合市场风格的企业才会获得高估值，流动性也将向这部分企业聚拢。

招商证券研报显示，科创板设立试点注册制度直接冲击目前核准制下的A股壳资源估值。对长期依靠壳资源获得高溢价的公司而言，壳资源价值直线下降，或将退市。短期科创板预计会起到资金分流作用，导致A股部分行业板块估值中枢下移。对于已上市的优质公司而言，在估值变化的过程中有助于市场实现价值发现，有助于对企业实行正向反馈机制，加速公司优胜劣汰，资本市场资源配置将更有效。与此同时，科创板的设立有利于吸引场外资金的进入，共同分享科创企业发展红利。将大幅降低科技企业股权投资的准入门槛，拓宽了投资者的投资渠道，分流部分国内投资者的场外存量资金通过公募基金等方式参与投资科技创新企业，分享科技企业发展红利。同时吸引海外增量资金流入科技创新企业，成为我国经济动能转换的加速器。

 对于科创板市场也不无担忧，其中之一是其会否分流A股的流动性。广证恒生分析师赵巧敏认为，由于科创板具备继承创业板政策目标的属性，且预计最初登陆科创板的企业质地相对较优，行业地位较高，因此短期内将对存量博弈的A股市场，尤其是创业板资金形成较为明显的分流效应。其次，考虑到科创板落地之初有大约500亿-1000亿元的融资需求，虽然相较于2018年1.2万亿的A股融资规模较小，但仍会引流部分资金。未来随着优质的科技类企业在创业板上市，A股类似板块或上下游板块的公司有望受到带动，部分基于科创板公司融资后的规模扩张对上下游板块供需关系的改善，部分源于估值的共振。而当前已表现出的具备科创板概念的创投和券商板块有望进一步受益于事件驱动效应。

 科创板的落地最为明显的受益者当属创投机构和券商，而这些已经在二级市场有所体现。招商证券认为，科创板的设立，对于投资机构起到了正向的积极激励作用。对于一级市场投资机构而言，科创板的设立将解决目前IPO堰塞湖问题，给一级市场投资机构退出提供了一条新的渠道，提升风险投资机构对科技创新企业的投资意愿及投资力度；科创板的设立将为二级市场投资机构带来大量新的投资机会，二级市场投资机构需要加强自身的研究能力，以应对科技创新及发展的变化。

当然，科创板也有不足。例如从交易制度看，部分市场人士对科创板没有实施T+0回转交易提出了一定质疑。上交所相关负责人表示，科创板是资本市场全面深化改革的全新探索，在发展过程中可能会遇到各种新情况新问题。上交所将在中国证监会领导下，坚持严标准、稳起步的原则，尊重市场规律，把好入口关，强化底线思维，保持改革定力，完善风险应对，抓好改革落地的各项工作。希望市场各方与上交所一起，共同迎接科创板鸣锣声起。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 近期主题一览 | ◇个人所得税改革◇中高端消费◇全要素生产率◇区块链经济◇商事制度改革◇粤港澳大湾区 | ◇特色小镇◇支持民营经济◇减税降费◇现代供应链◇独角兽企业◇文旅企业 |

业务指导：杜 卓 地 址：沈阳市和平区南京北街103号

策　　划：连家明 邮 编：110002

采 编：郭艳娇 电 话：(024)22706630