



变局者科创板

“科创板”是定位为支持我国“新经济”公司发展的一个股权市场，是我国产业升级、经济转型之国家战略在资本市场的体现。随着全球技术和产业的变迁，“新经济”公司已经站在了全球企业界的巅峰。不过，我国国内资本市场却因为种种原因，并未完全赶上这股浪潮。这一方面使得我国资本市场对“新经济”公司的支持力度偏弱，另一方面也让我国资本市场投资者分享“新经济红利”的机会减少。这一国内资本市场发展的“痛点”，正是“科创板”发展的机遇所在。“科创板”作为一个变局者，有望成为我国“新经济”公司发展的沃土，在推进我国产业升级的同时，给投资者带来丰厚回报。“科创板”也会改变我国金融格局，让证券行业的重要性得以提升，让具有专业定价能力的证券公司占得优势。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

“科创板”是我国产业升级、经济转型之国家战略在资本市场的体现。2018年11月，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上正式提出科创板构想。随后，证监会发布科创板《实施意见》，明确将科创板定位为“主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”，并要求科创板“重点支持新一代信息技术、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”。

科创板所要重点支持的六大行业是代表我国经济未来的“新经济”方向，是我国政府一直以来所引导的产业升级方向。早在2010年10月颁布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中，国家就已经列出了我国需要加快发展的战略性新兴产业。其中罗列的产业与当前科创板要支持的行业高度重合。而在2016年11月颁布的《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》中，政府又重申了对这些行业的支持，并要求到2030年“战略性新兴产业发展成为推动我国经济持续健康发展的主导力量，我国成为世界战略性新兴产业重要的制造中心和创新中心，形成一批具有全球影响力和主导地位的创新型领军企业。”在这样的政策线索下，科创板与国家战略之间的关系就相当清楚了。

站在这样的历史背景中，科创板的重要意义才能被充分理解。在最为宏观的层面上，科创板是我国运用资本市场力量来推进经济转型的重要尝试。由于新经济企业在融资需求方面更为多样化，更符合资本市场的融资特性，科创板的推出将给这些企业发展以助力。反过来，科创板也能给我国资本市场投资者参与中国新经济企业发展、分享其成长红利提供一条新的途径。而科创板所试行的包括“注册制”在内的各项新制度，也基本代表了我国资本市场未来改革的方向，在一定程度上会改变我国金融体系的面貌，并带来金融机构竞争格局的改变。因此，说科创板是中国经济和金融市场的“变局者”，应该不算为过。

1. A股市场在“新经济”中的参与度不高

从上世纪90年代初至今，我国A股市场已经发展了近30年。期间，A股市场对我国经济发展发挥了重要支持作用。但不可否认的是，我国社会融资为债权型融资（贷款和债券）所主导，金融体系为银行所主导的传统格局并未发生根本性的改变。近些年，在我国社会融资规模中，股权融资占比持续低于10%。这种局面的产生，部分是我国金融体系发展历程所带来的路径依赖；但另一方面，则是我国A股市场并未完全跟上当代世界科技和产业格局发展所致。

最近十年，在以移动互联网为代表的科技创新推动下，世界产业格局已经发生了重大变化。如果以前面所列的科创板重点支持的六大行业来定义“新经济”公司的范围，新经济公司已处在全球企业界的巅峰。截止2019年5月下旬，在全球市值最大的十家公司中，新经济公司已占据7席，分别是美国的微软、亚马逊、苹果、谷歌和脸书，以及我国的阿里巴巴和腾讯。传统行业公司仅在全球十大公司中占据3席，分别是排名第6的伯克希尔哈撒韦、第9的强生公司，以及第10的摩根大通。很显然，在全球十大公司中，新经济公司已经居于绝对优势地位。

与全球十大公司相比，A股市值前十公司的列表有很大差异。A股十大公司中有7家金融企业、2家能源公司、1家消费品公司——新经济公司无一家上榜。这当然不是因为我国没有伟大的新经济公司。事实上，阿里巴巴和腾讯的市值都已超过2.7万亿元人民币，市值规模已经把A股第一大的工商银行甩在了身后。只不过阿里和腾讯这两家公司并未在A股上市。（图表1）

图表 1. 全球市场与 A 股市场市值前十大公司对比 (单位: 万亿元人民币)

	全球					A 股			
	公司名	市值	行业	新经济	交易所	公司名	市值	行业	新经济
1	微软公司	6.67	信息技术	是	纳斯达克	工商银行	2.01	金融	否
2	亚马逊	6.17	可选消费	是	纳斯达克	建设银行	1.74	金融	否
3	苹果公司	5.70	信息技术	是	纳斯达克	中国平安	1.38	金融	否
4	谷歌	5.48	信息技术	是	纳斯达克	中国石油	1.32	能源	否
5	脸书	3.56	信息技术	是	纳斯达克	农业银行	1.29	金融	否
6	伯克希尔	3.41	金融	否	纽交所	中国银行	1.12	金融	否
7	阿里巴巴	2.77	信息技术	是	纽交所	贵州茅台	1.08	日常消费	否
8	腾讯控股	2.73	信息技术	是	港交所	招商银行	0.84	金融	否
9	强生公司	2.56	医疗保健	否	纽交所	中国人寿	0.71	金融	否
10	摩根大通	2.43	金融	否	纽交所	中国石化	0.66	能源	否

资料来源: 万得, 中银国际证券, 数据取自 2019 年 5 月 23 日

当然, 也并不是说 A 股市场中没有新经济公司。下面我们列出了 A 股市值最大的十家新经济公司的列表。其中不乏过去几年 A 股中的明星企业。不过, 与在美国和香港上市的中国概念股 (中概股) 中的新经济公司比起来, A 股就小巫见大巫了。A 股最大的 10 家新经济公司加起来, 总市值不过 1.65 万亿元人民币 (2019 年 5 月下旬数据), 还比不上阿里和腾讯中的任何一家的市值。而在阿里腾讯之后的新经济公司第二梯队中, 海外中概股公司也在规模和新经济“成色”等方面领先。(图表 2)

图表 2. 中概股、A 股中国主要新经济公司 (单位: 万亿元人民币)

	中概股新经济公司				A 股新经济公司		
	公司名	市值	行业	交易所	公司名	市值	行业
1	阿里巴巴	2.77	可选消费	纽交所	恒瑞医药	0.26	医疗保健
2	腾讯控股	2.73	信息技术	港交所	工业富联	0.26	信息技术
3	百度	0.27	信息技术	纳斯达克	海康威视	0.23	信息技术
4	京东	0.27	可选消费	纳斯达克	迈瑞医疗	0.17	医疗保健
5	网易	0.23	信息技术	纳斯达克	宁德时代	0.15	工业
6	小米集团	0.21	信息技术	港交所	三六零	0.15	信息技术
7	拼多多	0.16	可选消费	纳斯达克	比亚迪	0.13	可选消费
8	腾讯音乐	0.15	可选消费	纽交所	中兴通讯	0.12	信息技术
9	携程网	0.14	可选消费	纳斯达克	药明康德	0.09	医疗保健
10	好未来	0.14	可选消费	纽交所	隆基股份	0.09	信息技术

资料来源: 万得, 中银国际证券, 数据取自 2019 年 5 月 23 日

以管窥豹, 从以上的对比可以看出, 近十年来的全球技术和产业变迁在 A 股市场中并未得到充分体现。事实上, A 股前十大公司的行业构成与 10 年前全球十大公司的行业构成更为类似。在世界企业格局已经大幅改变的时候, A 股似乎更多反映着“昨天”, 而中国经济中最富活力的“新经济”部分与 A 股的联系则不那么紧密。

一个可作为例证的数据是, 从 2010 年到今年 5 月, A 股前十大公司的总市值仅由之前的 9 万亿元人民币增加到当前的 12 万亿元, 涨幅大概只有 1/3。而在同期, 海外中概股里规模最大的十家新经济公司的总市值已从之前的 5 千亿元人民币增长到现在的超过 7 万亿元, 涨幅超过 10 倍。于是, 10 年前与 A 股前十相比还显稚嫩的海外中概十大新经济公司, 在 10 年后已经与 A 股前十大公司形成了分庭抗礼之势。这一趋势如果延续下去, 中概股十大新经济公司总规模在不久的将来就会超过 A 股十大公司。

在海外中概股新经济公司规模快速膨胀的同时, A 股新经济公司的体量也有明显增长。A 股规模前十的新经济公司的总市值在 2019 年 5 月约为 1.15 万亿, 是 2010 年初市值的 7 倍还多。不过, A 股的新经济公司与中概股中的新经济公司比起来, 无论是绝对规模, 还是规模的增长率都偏低。(图表 3)

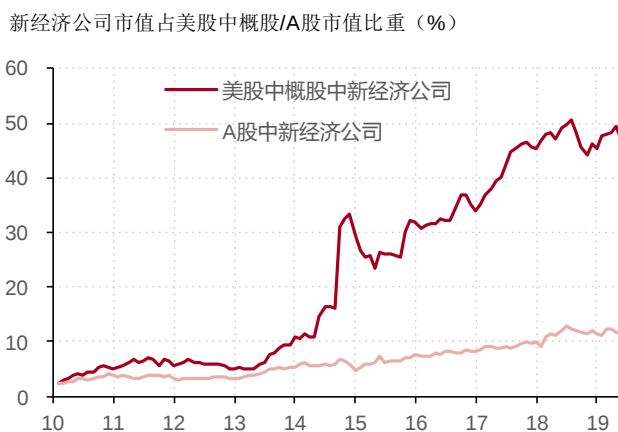
图表 3. 中概股十大新经济公司总规模已经成长到与 A 股十大公司总规模相差不远的地步



资料来源：万得，中银国际证券

再换另外一个角度来看。我们以前述六大行业为“新经济”的判定标准，对 A 股市场与美国中概股中市值超过 300 亿人民币的公司进行了分类。在 2010 年，A 股市场与美股中概股中“新经济”公司所占的比重相差无几，一个是 2.4%，一个是 2.5%。但在 9 年后的 2019 年 5 月，A 股市场中“新经济”公司市值占比仅上升到 11%，而“新经济”公司在美国中概股中市值占比已经高达 47%，差不多占据了半壁江山。（图表 4）

图表 4. 美股中概股新经济公司市值占美股中概股公司总市值将近 50%，而 A 股新经济公司市值占比仅为 11%



资料来源：万得，中银国际证券

注：市值统计仅包括市值超过 300 亿元人民币的公司

在以上的这些对比中，我们可以看到这样的基本结论：海外中概股已经乘上了全球技术升级的东风，其中的新经济公司已成气候；但 A 股市场中的新经济公司规模仍然偏小，在整个市场中的占比仍然不高，因而使得 A 股市场对于全球技术升级的反映不够充分。

这带来了两个后果：第一，新经济公司大多为高科技、轻资产企业。这些公司在其发展早期，较难从银行信贷等我国传统融资渠道获取融资支持，而更依赖于资本市场的融资供给。A 股市场对我国“新经济”发展参与度不高，也就意味着我国资本市场对这些“新经济”公司的支持力度不够，因而未能让我国产业升级和经济转型的潜力充分发挥出来。第二，A 股市场对于“新经济”行业涉入不深，也就阻塞了我国资本市场投资者获取我国“新经济”发展红利的最主要途径，因而降低了投资者的福利。

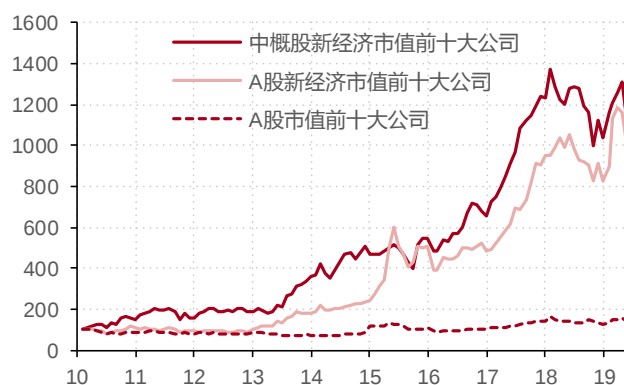
2. 国内资本市场对“新经济”支持力度不足的原因

我国资本市场对新经济参与度不高，并非是因为国内投资者不认可新经济公司，而是因为现行的制度下，A股发行上市门槛偏高，新三板发行上市门槛又偏低，使得新经济公司难以或是不愿进入。

事实上，单从股价走势来看，A股市场中的新经济公司一点不逊色海外中概股新经济公司。我们编制了三个股价指数，分别来跟踪中概股前十大新经济公司、A股前十大新经济公司、以及A股前十大公司的股价。从2010年至今，中概股与A股十大新经济公司的股价平均涨幅都接近10倍。而同期A股十大公司的股价涨幅仅有约45%。很显然，不管是在海外还是在A股中，投资者都愿意给代表未来的新经济公司更高的认可度。（图表5）

图表5. 2010年至今，中概股和A股中的十大新经济公司之股价增长近10倍，涨幅远超A股市值前十大公司

复权后股价指数（2010年1月=100）



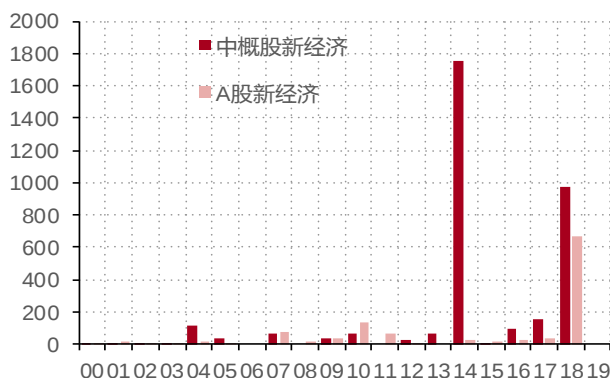
资料来源：万得，中银国际证券

注：复权后股价指数计算采用市值加权法，将2010年1月末加权股价设为100，后以月度可比口径计算得到复权后加权股价环比涨幅，最后连乘得到复权后股价指数

既然投资者对新经济公司的热情在A股与海外中概股中都一样，那么A股中新经济公司偏慢的发展速度就得从市场入口处来找原因了。在过去十几年中，除个别年份之外，A股新经济公司的IPO总规模都明显小于海外中概股。多年累积下来，就形成了A股市场中远小于海外中概股的新经济公司总规模。在这背后，是A股相对较高的上市门槛。（图表6）

图表6. 在过去十几年中，新经济公司在A股中的IPO规模明显小于在海外中概股中的IPO规模

当年IPO公司市值总额（十亿元）



资料来源：万得，中银国际证券

从“新经济”公司的角度来看，A股中的主板、中小板和创业板的共通问题是上市门槛过高，且上市标准单一、缺乏灵活性。无论是主板、中小板、还是创业板，都对拟上市公司的盈利提出了硬性要求。这样的高门槛将一些伟大的“新经济”公司拒之门外。以目前全球市值第8大的腾讯公司为例。在2004年登陆港交所时，腾讯公司的净利润仅44万元，远远达不到A股上市的盈利标准。回溯历史数据，腾讯在2013财年方才达到A股主板上市的财务标准。如果腾讯要在10年后才能上市，那么它能否发展得像今天这样成功将是个很大的未知数。（图表7）

图表7. A股IPO财务标准

主板/中小板	创业板
1、最近三个会计年度经营活动产生现金流净额累积大于5000万元；或最近三个会计年度营业收入累积大于3亿元	1、最近两年连续盈利，最近两年净利润累积不少于1000万元；或最近一年盈利，最近一年营业收入不少于5000万元
2、最近3个会计年度净利润均为正数且净利润累计大于3000万元	2、最近一期末净资产不少于2000万元，且不存在未弥补亏损
3、发行前股本大于3000万股	3、发行后股本总额不少于3000万元
4、最近一期末无形资产占净资产的比例小于20%	4、持续经营3年以上
5、持续经营3年以上	5、最近2年没有发生重大变化
6、最近3年没有发生重大变化	6、“两高六新”企业（即成长性高、科技含量高；新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业）

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所，中银国际证券

A股市场偏高的上市门槛也与美国的纳斯达克形成了鲜明对比。作为孕育新经济公司最成功的交易所，纳斯达克上市标准分为全球精选市场、全球市场、资本市场三个层次，每层均有多个并行标准，以尽可能照顾不同种类公司的上市需求。而且，纳斯达克对拟上市公司的盈利没有硬性要求。以亚马逊为例，它虽然早在1997年5月14日就登陆纳斯达克完成IPO，但直到2003财年才实现盈利。我国的京东公司虽然在2014年就已登陆纳斯达克，但截至2018财年也尚未实现盈利。在纳斯达克相对宽松的上市标准下，像亚马逊这样的公司可以在发展初期获得充分的融资支持，从容构建自己的护城河，最终为股东创造丰厚的利润回报。目前全球市值前十大公司中的前五位均来自纳斯达克。这应该与纳斯达克相对灵活的上市标准不无关系。

正是看到了A股市场上标准偏高的问题，我国在2013年推出了“新三板”市场，以弥补A股市场将不少优秀公司拒之门外的缺憾。但“新三板”市场挂牌门槛又过低，没有对拟上市公司设置硬性财务指标，而仅要求其拥有持续经营能力。这使得新三板市场中上市企业数目过多，良莠不齐，一定程度上形成了劣币驱逐良币的状况，令其对优秀公司的吸引力偏低。（图表8）

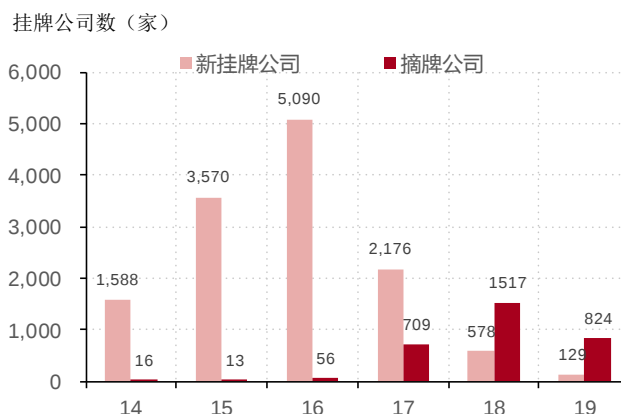
图表8. 新三板挂牌标准

序号	挂牌标准
1	依法设立且存续满两年。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，存续时间可以从有限责任公司成立之日起计算
2	业务明确，具有持续经营能力
3	公司治理机制健全，合法规范经营
4	股权明晰，股票发行和转让行为合法合规
5	主办券商推荐并持续督导
6	全国股份转让系统公司要求的其他条件

资料来源：全国中小企业股份转让系统，中银国际证券

由于挂牌门槛很低之下，新三板一开板就出现了挂牌公司数量激增的状况。仅2016年一年的新挂牌公司数量就超过5000家，超过A股、纳斯达克所有上市公司的总数量。挂牌公司的数量如此之大，公司质量自然难以保证，也很难保证市场中的各个公司能够获得投资者足够多的关注度。（图表9）

图表 9. 新三板开板后挂牌公司数量激增；近三年摘牌公司数量也大幅增加



资料来源：万得，中银国际证券，截至 2019 年 5 月 23 日

在公司挂牌门槛偏低的同时，新三板对投资者的进入门槛却设置得较高。一方面，只有证券类资产市值在 500 万以上的个人投资者才能参加。另一方面，股东人数超 200 人的挂牌企业需要到证监会审核——这意味着单一股东的出资额需要很大。在这样的限制之下，新三板市场中来自投资者对股票的需求相当疲弱，交投十分冷清。尽管设立了做市商制度，新三板做市月度成交额在最高时也只有 130 亿元，还不及创业板一天的成交额。而随着市场人气的降低，新三板市场的交易量还不断走低，当前月成交金额已经长时间不足 20 亿元。相应地，新三板做市指数也从高点的 2000 点一路回落到目前的不足 800 点。受流动性匮乏及其他乱象的影响，从 2017 年开始，已经有大批公司开始离开新三板。2018 年，新三板摘牌公司的数量甚至接近了当年新挂牌公司数量的 3 倍。在这样的状况下，很难指望新三板市场对我国“新经济”的发展能产生较大助力。（图表 10）

图表 10. 新三板二级市场投资门槛过高，市场流动性日益匮乏



资料来源：万得，中银国际证券

3. 作为变局者的科创板

通过前面的分析可以看出，当前我国资本市场中存在一个明显的矛盾。一方面，新经济公司代表着技术和产业发展的方向，也符合我国经济转型的导向，自身急需获得来自我国资本市场的支持。另一方面，新经济公司也确实能够给资本市场投资者带来丰厚的回报，因而在 A 股市场中受到追捧。按道理说，既然企业和投资者都有需求，那么通过资本市场来将二者结合起来应该是顺理成章的事情。但是，由于我国现行资本市场制度与新经济公司的需求之间存在不匹配之处，因而在国内资本市场上市这一环节出现了阻塞。这一阻塞既是国内资本市场发展的“痛点”，也是“科创板”发展的机遇所在。

相比 A 股的发行上市制度，科创板的主要创新之处有两点：第一是更为灵活的上市标准以满足不同企业的需求；第二是通过注册制来解决 A 股审批发行时间过长的的问题。

根据上海证券交易所 2019 年 3 月 1 日发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则》，企业在科创板上市，可以在五种上市标准中任选一种进行申报。在五种标准中，仅第一种标准对企业净利润提出了要求。除此而外，对符合规定的红筹企业、表决权差异安排企业，在审核通过后也可登陆科创板。这样的安排甚至比纳斯达克的上市标准更为灵活，从而能够更大程度上吸引优秀企业参与市场中来。（图表 11）

图表 11. 科创板上市的市值与财务标准

标准	市值指标	财务指标
一	大于 10 亿	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于 5000 万元； 或，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元
二	大于 15 亿	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%
三	大于 20 亿	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
四	大于 30 亿	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
五	大于 40 亿	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（医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，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）

资料来源：上海证券交易所

针对目前 A 股审批时间过长的的问题，科创板推出了注册制，由上交所对申报公司进行审核，并且要求将审核时间控制在 6 个月内（上交所和发行人工作时间各 3 个月）。证监会仅在上交所审核通过后履行发行注册程序。证监会在发行注册程序中，主要是对交易所审核程序，以及发行人信息披露合规性做审查。而且，证监会需要在 20 个工作日内对发行人的注册申请做出同意或不同意的决定。由此，整个科创板上市申请预计可以控制在 7 个月之内。这相比之前 A 股的审核周期大为缩短。在缩短上市时间的同时，相信科创板也会吸取新三板的教训，在上市公司质量和数量间达成一个更优的平衡。

只要科创板的机制理顺，相信会有大量优秀的新经济公司会选择在其中上市。我国现有的大量“独角兽”公司是科创板可以吸引的潜在对象。所谓独角兽公司，是指那些尚未上市、但市值已经超过 10 亿美元的初创公司。独角兽公司数量是衡量一个国家新经济发展的风向标。根据 CB Insights 最新统计，截至 2019 年 5 月下旬，我国独角兽公司数量为 91 家，仅次于美国而位居世界第二位¹。我国独角兽公司的数量甚至超过了除中美之外其他所有国家独角兽公司的总数。而我国独角兽公司当前的总市值已经超过 3 千亿美元，折合成人民币接近 2 万亿元。规模如此之大的独角兽公司群体，

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_12312

