

流动性估值跟踪： 科创板启动做市机制影响几何？

2022年10月31日

分析师：王杨

执业证书编号：S1230520080004

邮箱：wangyang02@stocke.com.cn

分析师：陈昊 CFA FRM

执业证书编号：S1230520030001

邮箱：chenhao1@stocke.com.cn

总体情况

- **宏观流动性：** 1.上周逆回购净投放8400亿元，MLF没有操作；2. 市场利率方面，DR007上升至1.97%，R007上升至1.98%；3. 十年期国债收益率下降至2.67%；4. 美元兑人民币上升至7.17；5. 9月PSL新增1082亿元。
- **A股市场资金面和情绪面：** 1.上周A股成交额和换手率均小幅上升；2. 两融余额微降至1.54万亿；3. 北上资金净流出127.1亿元；4. 上周A股小幅净减持、回购规模上升，本周限售解禁规模减少；5. 风格来看，上周小盘股、中PE、中价股、亏损股表现最好。
- **A股和全球估值：** 目前上证50、沪深300、中证500、上证指数、深圳成指、科创50、创业板指的市盈率分别为8.45、10.39、21.81、11.42、23.95、39.58、37.24。过去十年分位数分别为13.8%、18.9%、16.2%、21.6%、43.1%、5.9%、13%。

一、宏观流动性

指标	流动性评级 (共五星)	流动性变动
1.公开市场	★★★★★	↗
2.外汇占款	★★★★★	↘
3.信用派生	★★★★★	→
4.货币市场	★★★★★	↘
5.国债市场	★★★★	↗
6.信用债	★★★★★	↗
7.理财市场	★★★★★	↗
8.贷款市场	★★★★	→
9.外汇市场	★★★★★	↗

二、A股市场资金面和情绪面

指标	流动性评级 (共五星)	流动性变动
1.A股成交	★★★★★	↗
2.产业资本	★★★★★	↘
3.基金发行	★	↘
4.杠杆资金	★★	↘
5.海外资金	★	↗
6.大宗交易	★★★★★	↗
7.股票质押	★	↗
8.风险偏好	★	↗
9.股票供给	★★★★	↗

三、A股和全球估值

指标	估值评级 (共五星)	估值变动
1.上证指数	★	↘
2.深圳成指	★★	↘
3.创业板指	★★	↘
4.标普500	★★★★★	↗
5.道琼斯工业指数	★★★★★	↗
6.纳斯达克指数	★★	↗
7.恒生指数	★	↗
8.日经225	★★★★★	↘
9.英国富时100	★	↘

注：流动性星级评分是客观根据最近两年数据的分位数，如一星表示小于20%，五星表示大于80%
 估值星级评级客观根据最近十年数据的分位数（周度更新），如一星表示小于20%，五星表示大于80%

目录

■ 本期关注：科创板启动做市机制影响几何？

■ 宏观流动性

■ A股市场资金面和情绪面

■ A股市场估值

■ 全球市场估值

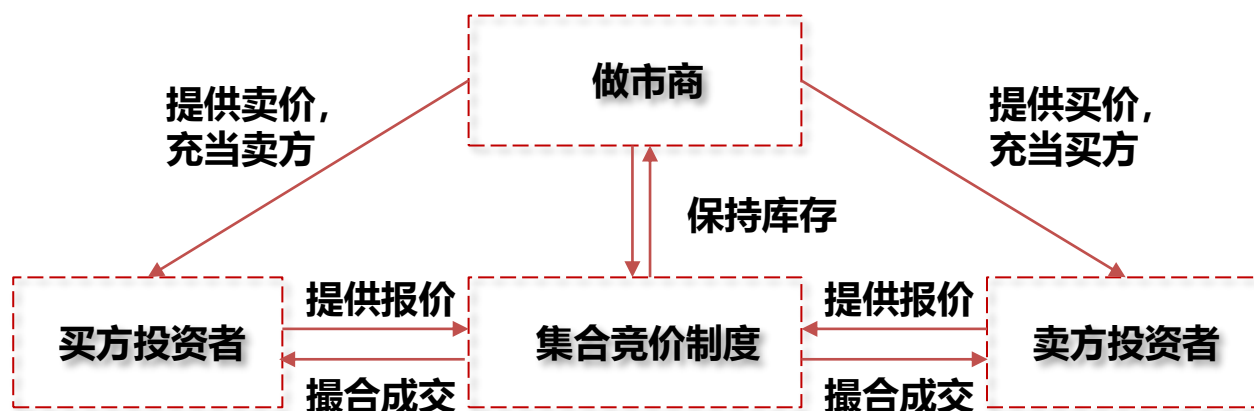
■ 风险提示

本期关注

1. 科创板正式开展股票做市交易业务

- **做市商制度**又称**报价驱动制度**，是指在证券、衍生品等金融资产交易市场上，具有一定**资本实力、信息资源和信誉**的机构向交易的**买方和卖方**提供**双边报价**，并基于此报价接受交易者的**买卖要求**、**促进交易完成**的交易制度，而**做市商**即为通过**自有资金和证券**提供**双边报价**的机构。
- **首批科创板做市商**将于**10月31日正式开展科创板股票做市交易业务**。科创板引入做市商机制是持续完善资本市场基础制度、进一步发挥科创板改革“试验田”作用的重要举措。对于科创板市场建设而言有助于提升股票流动性、释放市场活力、增强市场韧性，对于投资者而言有利于降低投资者交易成本、提升市场定价效率。
- **我国做市商制度起步较晚，可做市品种逐渐丰富**。2001年银行间债券市场引入做市商制度，开启了我国场内外市场做市商制度的大门，此后银行间外汇市场、ETF、新三板、场内外衍生品市场、公募REITs市场、CDR市场均陆续引入做市商制度。

图：做市商制度与集合竞价制度示意图



2. 目前有42家科创板公司进入做市名单

- **截至目前，中国证监会已核准14家券商的上市证券做市交易业务资格。**这些做市商分别为中信证券、中信建投、华泰证券、银河证券、国泰君安、国信证券、东方证券、招商证券、兴业证券、申万宏源、国金证券、财通证券、东吴证券、浙商证券。
- **首批14家科创板做市商共选择了50只股票（剔除重复后42只）。**从行业来看，这42股集中在电力设备、电子、机械设备、医药生物等行业。市值分布从20亿到3300亿。从业绩情况来看，目前已披露三季报的个股中，接近7成的公司实现归母净利润同比正增长。

表：42家科创板做市公司

股票代码	公司名称	所属行业	总市值，亿元（截至10月28日）	2022Q3归母净利润增速，%	股票代码	公司名称	所属行业	总市值，亿元（截至10月28日）	2022Q3归母净利润增速，%
688981.SH	中芯国际	电子	3,287.1	(未公布)	688772.SH	珠海冠宇	电力设备	224.9	-89.6
688223.SH	晶科能源	电力设备	1,717.0	132.4	688116.SH	天奈科技	电力设备	216.7	60.9
688599.SH	天合光能	电力设备	1,484.6	107.7	688006.SH	杭可科技	电力设备	199.0	59.5
688111.SH	金山办公	计算机	1,258.9	-4.1	688002.SH	睿创微纳	国防军工	191.2	-47.1
688187.SH	时代电气	机械设备	879.9	30.0	688676.SH	金盘科技	电力设备	161.5	0.3
688012.SH	中微公司	电子	657.8	46.3	688278.SH	特宝生物	医药生物	159.1	56.9
688363.SH	华熙生物	美容护理	544.3	22.0	688686.SH	奥普特	机械设备	153.3	28.3
688122.SH	西部超导	国防军工	524.4	59.6	688337.SH	普源精电-U	机械设备	132.6	270.9
688063.SH	派能科技	电力设备	494.0	156.5	688046.SH	药康生物	医药生物	125.1	50.0
688777.SH	中控技术	机械设备	464.7	42.4	688800.SH	瑞可达	电子	121.1	175.7
688009.SH	中国通号	机械设备	456.4	8.0	688526.SH	科前生物	农林牧渔	105.5	-26.6
688728.SH	格科微	电子	405.8	-40.5	688106.SH	金宏气体	电子	104.4	34.5
688819.SH	天能股份	电力设备	376.2	33.7	688318.SH	财富趋势	计算机	82.3	-64.3
688065.SH	凯赛生物	基础化工	360.3	2.2	688093.SH	世华科技	电子	60.9	12.5
688297.SH	中无人机	国防军工	331.4	20.3	688767.SH	博拓生物	医药生物	53.3	23.0
688161.SH	威高骨科	医药生物	268.8	-10.5	688678.SH	福立旺	电子	37.4	16.6
688778.SH	厦钨新能	电力设备	248.0	115.3	688325.SH	赛微微电	电子	35.8	-58.7
688105.SH	诺唯赞	医药生物	242.2	36.3	688355.SH	明志科技	机械设备	33.6	-62.0
688139.SH	海尔生物	医药生物	239.6	-33.9	688622.SH	禾信仪器	机械设备	30.9	-211.5
688690.SH	纳微科技	医药生物	237.1	83.9	688098.SH	串联生物	农林牧渔	30.5	-21.2
688099.SH	晶晨股份	电子	231.0	35.5	688228.SH	开普云	计算机	23.2	11.9

数据来源：Wind资讯，浙商证券研究所

3. 海外对比：做市商制度对中小公司的流动性有积极影响

- **美国、英国、香港等海外资本市场均采用“竞价+做市商”的混合交易模式。对比科创板与英美证券市场，可以发现各市场的做市商制度存在以下三个方面的不同：**一是科创板对做市商的资质要求更高，相比于海外模糊的申请流程，我国科创板在做市商制度中有明确的要求；二是买卖差价空间更小，科创板做市商允许的最大价差在1-3%，而英美股市做市商允许的最大价差可达5%；三是科创板做市商的最小申报金额为10万元，而英美股市做市商的最低申报数量多以100股或1000股。
- **海外对于做市商制度的研究证实了对其在流动性方面的积极贡献。**例如，剑桥大学《The Value of the Designated Market Maker》文章中指出，**拥有做市商的公司通常会有较好的流动性表现，其中年轻、规模较小的公司在引入做市商后效益更加明显。**公司股价在宣布引入经销商后的平均累计超额收益率接近5%，且超额收益率与流动性的边际改善呈正相关。

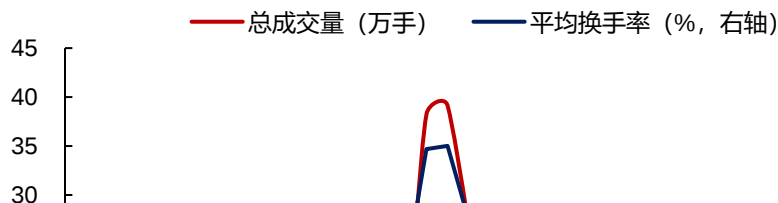
表：科创板做市商制度与英美证券市场的不同

交易所	科创板	纳斯达克	伦敦证券交易所
交易模式	竞价制度为主，做市商制度为辅	竞价制度+竞争性做市商制度	集中竞价+为流动性稍弱的证券提供做市商平台
做市商资质门槛	具有证券自营业务资格；最近12个月净资本持续不低于100亿元；最近三年分类评级在A类A级以上；最近18个月净资本等风险控制指标持续符合规定标准	美国证券交易商协会会员在符合一定净资本要求的情况下，通过网络进行注册即可成为做市商	伦交所的会员公司向交易所申请均可获得做市商资格，取得做市资格的做市商需要对不同证券分别申请注册做市商资格
买卖价差要求	将做市股票分为三档，对不同档位股票所允许的最大价差分别为1%、2%、3%	最高允许价差为为每种证券中3家做市商最小价差平均数的125%，通常情况下不超过证券价格的5%。	根据伦交所划分的5类不同的股票，所允许的做市商最大价差为5%-10%，或0.02-0.04欧元
做市申报数量	10万元	至少为100股的整倍数	做市商必须保证其报价数摄不少于正常市场交易规模(NMS)，NMS统一设为1000股

4. 历史参考：新三板做市制度活跃报价交易，推动股票上涨

- 新三板自2014年8月开始实施做市商交易制度，是境内股票市场上做市商机制的首次实践。通过新三板做市商制度建立后首批做市股票的表现，可以看出做市商制度在提供报价和达成交易两个方面均有重要贡献，相关公司在做市后股价也有明显上涨表现。
- 提供报价方面，根据经济日报信息，做市股票同时具有买卖双边报价的时间占比接近100%，而集合竞价股票的比例为8.68%。与此同时，具有买卖双边报价有利于在市场情绪极端的情况下保持做市股票价格相对稳定。
- 达成交易方面，在新三板做市制度实行后，做市股票的总成交量和平均换手率中枢出现显著的上移，流动性改善明显。此外，做市股票的日均申报笔数和日均成交笔数分别是集合竞价股票的4.02倍、7.32倍。

图：做市股票平均换手率和总成交量



图：做市公司做市前后股价表现

■ 新三板做市前后公司区间涨跌幅中位数, %



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_48160

