



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

【2019年3季度】

NIFD 季报

主编：李扬

股票市场

尹中立

2019年11月

《NIFD 季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD 季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD 季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD 年度报告于下一年度 3 月份发布。

科创板运行首季度跟踪分析

摘要

2019 年三季度主要股票指数均运行平稳。科创板新股发行并开始交易是本学期股票市场最重要的事件。7 月 22 日，第一批共计 24 只科创板股票在沪市挂牌交易，截至 9 月末共计运行了 50 个交易日。本季度股市运行的报告主要围绕科创板首季度的表现展开。

截至 2019 年 9 月 30 日，科创板已受理企业 160 家，2 家被否决并终止审核，56 家已提交证监会注册，42 家已注册生效，33 家已发行上市。1 家不予注册；10 家企业撤回材料终止审核。

从已受理企业的行业分布来看，新一代信息技术企业 60 家，生物医药企业 36 家，高端装备企业 29 家，新材料企业 14 家，其他行业 21 家，基本符合科创板的定位。

首批科创板发行定价普遍偏高，除了中国通号发行市盈率为 18.8 倍外，其余 32 家发行市盈率均超过 30 倍，估值的算术平均为 67.02 倍，估值的中位数为 47.89 倍。上市首日均有超过 100% 的溢价。科创板第一批股票在上市之初曾经遭到二级市场的投机炒作，但一个月之后换手率开始快速降低，股价开始步入回归之旅，至 2019 年三季度末，科创板的股价较最高点平均回落 40% 左右，下跌幅度较大。

科创板对其他板块的影响主要在于注册制的实施对估值体系的影响，壳价值贬值成为一个持续的趋势，由此导致股价持续分化走势。

本报告负责人：尹中立

本报告执笔人：

● 尹中立

国家金融与发展实验室
高级研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

目 录

一、科创板运行情况回顾	1
(一) 科创板新股发行的数量及行业分布	1
(二) 科创板股票的定价分析	2
二、科创板对其他板块的影响	4
(一) 科创板概念股的炒作及影响	5
(二) 科创板的注册制将影响 A 股市场的定价体系	6

2019 年三季度股市主要指数波澜不惊，上证综合指数下跌 2.5%，沪深 300 指数无涨跌，上证 50 指数下跌 1%，创业板指数上涨 7.7%，中小板指数上涨 5.6%。主要指数的季度波动幅度均在 10%左右。

股价的平稳运行似乎是为了迎接科创板市场的开启，科创板新股发行并开始交易是本季度股票市场最重要的事件。7 月 22 日，第一批共计 24 只科创板股票在沪市挂牌交易，截至 9 月末共计运行了 50 个交易日。本季度股市运行报告主要围绕科创板首季度的表现展开。

一、科创板运行情况回顾

（一）科创板新股发行的数量及行业分布

截至 2019 年 9 月 30 日，科创板已受理企业 160 家，2 家被否决并终止审核，56 家已提交证监会注册，42 家已注册生效，33 家已发行上市。1 家不予注册；10 家企业撤回材料终止审核。

从已受理企业的行业分布来看，新一代信息技术企业 60 家，生物医药企业 36 家，高端装备企业 29 家，新材料企业 14 家，其他行业 21 家，基本符合科创板的定位。经党中央、国务院同意，中国证监会于 2019 年 1 月 30 日发布了《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》。文件指出，在上交所新设科创板，坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，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。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，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革。

科创板上市标准与其他板块有较大差异，目的是为了能够让更多的中国互联网企业以及其他类型的科技创新企业在国内上

市。允许存在未弥补亏损、未盈利企业在科创板上市，并引入“市值”指标，与收入、现金流、净利润和研发投入等财务指标进行组合，设置了 5 套差异化的上市指标。第一套上市标准是市值 10 亿元以上，连续两年盈利、两年累计扣非净利润 5000 万元，或连续一年盈利、一年累计扣非净利润 1 亿元；第二套上市标准是市值 15 亿元以上，收入 2 亿元，三年研发投入占比不低于 15%；第三套上市标准是市值 20 亿元以上，收入 3 亿元，经营性现金流超过 1 亿元；第四套上市标准是市值 30 亿元以上，收入 3 亿元；第五套上市标准是市值 40 亿元以上，产品空间大，知名机构投资者入股等。从选择的上市标准来看，大多数企业选择了第一套标准。在已经受理的 160 家公司中，有 133 家企业选择第一套上市标准，4 家企业选择第二套上市标准，1 家企业选择第三套上市标准，13 家企业选择第四套上市标准，6 家企业选择第五套上市标准，还有 3 家企业选择差异表决权/红筹企业适用的第二套“市值+收入”指标。

（二）科创板股票的定价分析

科创板实行市场化发行定价机制，并试点“保荐+跟投”制度。市值最大的中国通号发行市盈率为 18.8 倍。其余 32 家发行市盈率均超过 30 倍，算术平均为 67.02 倍，中位数为 47.89 倍，其中，中微公司和微芯生物超过 100 倍，分别为 170.75 倍和 467.51 倍。而且，除中国通号与天宜上佳外，其余上市公司发行市盈率均超过行业平均市盈率。

新股发行定价过高，与科创板供给仍严重不足有关，也与市场投资习惯有关，同时也说明完善市场的各项基础性制度任重而道远。我国 A 股市场历来有“炒新”的习惯，每当有新股上市交易，或有新的交易品种上市，必然会遭到炒作。科创板股票规模较小，大多数流通股本不到 5000 万股，又属于新的板块，并且实施新的制度，不仅发行制度与其他市场有较大区别，交易制度也进行了大幅度的改革创新，虽有投资者适当性管理，仍不能

避免市场“炒新”“炒小”的习惯。另外，提出建立科创板的动议到实施科创板只用了短短半年多的时间，之所以如此高效是因为此项决策是总书记在首届中国国际进口博览会上宣布的，属于“首长工程”。投资者普遍认为，首批登陆科创板的公司应该是科技竞争力强、管理规模的公司。在此预期之下，定价偏高就难免了。

为了约束市场“炒新”“炒小”的行为，在科创板的各项制度改革中，引入了一些新的设计，目的就是更加强化投资银行在市场新股定价中的作用。例如，新股发行过程中的“跟投制度”，引入该制度的初衷主要是充分发挥投资银行在新股发行定价过程中的主导作用，希望有效引导新股发行定价向合理估值水平靠近。从最初几个月的实践看，结果似乎不尽如人意。

从前 50 个交易日的表现看，投资者正在为科创板股票的过度投机付出代价。首批科创板股票在经历过大幅度上涨后，开始步入漫长的下跌征途。科创板股票不仅发行定价偏高，而且上市首日普遍出现较大涨幅，平均涨幅为 157.16%，中位数为 121.95%，其中安集科技获得 400.15% 的最大涨幅。但截至 9 月末收盘，股价普遍出现较大下跌，其中，较首日收盘价平均下跌约 11.77%，较首日以来最高价平均下跌约 40.07%。

当然，随着股价的较大下跌，市场投机氛围也日趋下降。首日换手率为 76.94%，上市后前 5 个交易日日均换手率为 46.09%，5 至 10 个交易日日均换手率为 41.33%，10 至 15 个交易日日均换手率为 37.24%，15 至 30 个交易日日均换手率为 18.82%。

表 1 科创板上市公司涨跌幅

证券代码	证券简称	首日 收盘价	9 月末 收盘价	区间 最高价	9 月末收盘价 相比首日收盘价 涨跌幅	9 月末收盘价 相比区间最高价 涨跌幅
688188.SH	柏楚电子	243.88	131.83	278.00	-45.94	-52.57
688019.SH	安集科技	196.01	131.39	243.20	-32.96	-45.97
688016.SH	心脉医疗	158.30	130.28	219.03	-17.70	-40.51
688168.SH	安博通	180.04	125.50	210.00	-30.29	-40.23

证券代码	证券简称	首日 收盘价	9 月末 收盘价	区间 最高价	9 月末收盘价 相比首日收盘价 涨跌幅	9 月末收盘价 相比区间最高价 涨跌幅
688018.SH	乐鑫科技	129.11	150.48	198.00	16.55	-24
688099.SH	晶晨股份	143.36	69.20	166.00	-51.72	-58.31
688028.SH	沃尔德	56.00	93.41	162.08	66.80	-42.36
688029.SH	南微医学	110.51	133.16	152.00	20.49	-12.39
688020.SH	方邦股份	101.10	87.80	141.95	-13.15	-38.14
688012.SH	中微公司	81.03	68.85	125.00	-15.03	-44.92
688321.SH	微芯生物	95.31	56.90	125.00	-40.30	-54.48
688333.SH	铂力特	64.33	78.80	116.80	22.49	-32.53
688011.SH	新光光电	70.17	56.56	104.50	-19.39	-45.87
688022.SH	瀚川智能	50.19	55.90	101.01	11.37	-44.65
688008.SH	澜起科技	74.92	63.27	97.20	-15.54	-34.90
688010.SH	福光股份	48.67	52.18	95.21	7.21	-45.19
688068.SH	热景生物	70.89	70.89	92.66	0	-23.49
688088.SH	虹软科技	65.55	50.72	87.29	-22.62	-41.89
688388.SH	嘉元科技	56.66	49.65	82.47	-12.37	-39.79
688006.SH	杭可科技	54.62	46.28	80.18	-15.26	-42.27
688001.SH	华兴源创	55.50	47.09	78.58	-15.15	-40.07
688066.SH	航天宏图	47.60	45.92	77.89	-3.52	-41.04
688002.SH	睿创微纳	50.20	40.67	75.25	-18.98	-45.95
688003.SH	天准科技	47.40	37.85	72.50	-20.14	-47.79
688015.SH	交控科技	37.90	37.42	71.17	-1.26	-47.42
688122.SH	西部超导	54.99	38.76	70.00	-29.51	-44.62
688005.SH	容百科技	49.53	36.68	69.46	-25.94	-47.19
688036.SH	传音控股	57.80	57.80	69.00	0	-16.23
688033.SH	天宜上佳	40.0800	34.0800	64.8000	-14.9701	-47.4074
688007.SH	光峰科技	38.8400	33.7500	59.9700	-13.105	-43.7219
688116.SH	天奈科技	51.3900	37.2800	56.0000	-27.4567	-33.4286
688030.SH	山石网科	44.8000	44.8000	55.0000	0	-18.5455
688009.SH	中国通号	12.2700	8.4600	15.2100	-31.0513	-44.3787

资料来源：根据 WIND 整理。

二、科创板对其他板块的影响

观察和分析科创板对主板和其他板块股票价格的影响有多个视角：一是提出科创板设想至科创板运行交易之前，有关科创板概念股遭到市场投机炒作；二是第一批科创板挂牌交易之后，对其他板块股价的影响；三是当科创板股票形成一定规模，注册

制改革得到落实和体现之后对其他板块股价的影响。

当前主要体现在前两个方面，随着时间的推移，我们认为真正的影响是第三类。而第二类影响只是脉冲式的短期冲击，主要表现为 7 月 29 日之后的 7 个交易日，科创板股票股价均遭到不同程度的炒作，而同期的上证指数和其他主要指数均下跌 5%-10%。随后，科创板对其他板块的冲击越来越不明显。因此，下文重点分析第一类和第三类影响。

（一）科创板概念股的炒作及影响

科创板的设立是 2018 年 11 月 5 日总书记在首届中国国际进口博览会上提出的。在提出该设想前后，主板、中小板及创业板市场就掀起了炒作科创板概念股的热潮，当时，科创板规则还没有出台，所谓的科创板概念股是指那些控股或参股了较多高科技类公司的上市公司，符合这类条件的主要是科技园区类上市公司，龙头股是“张江高科”和“市北高新”。

“市北高新”的全称是“上海市北高新股份有限公司”（A 股代码：600604；B 股代码：900902）是市北高新集团旗下的一家以园区产业载体开发经营、企业服务集成及产业投资为核心业务的上市公司。公司以对接国家战略、发展高新产业、繁荣区域经济、服务企业成长为己任，以“加快科技化步伐，打造国际化园区”为主线，积极推进市北高新园区的开发建设，努力把园区打造成为一个视野国际化、产业科技化、生态园林化、服务集成化，国内一流、国际有一定影响力的高新技术服务业园区。

该公司 2018 年 11 月 2 日股价收盘于 3.5 元，宣布科创板当日（11 月 5 日）股价涨停板，并出现连续 12 个涨停板，11 月 20 日股价收于 11.07 元，涨幅超过 200%。随后几日巨额换手，第一波炒作结束。此后，股价调整了 2 个多月，从 2018 年 11 月末的 11 元左右下跌到 2019 年 1 月末的 6 元左右，下跌幅度近 50%。

2019 年 2 月初，随着科创板规则的出台，科创板概念股的

第二波炒作开始，“市北高新”股价从 6 元左右持续上涨到 3 月初的 20 元左右，涨幅与第一波类似（超过 200%）。在科创板运行后的第一个交易日，该股跌停板，收于 10.87 元，已经比最高点下跌了近 50%。9 月末，股价已经回落到 8.75 元。



图 1 上证综指与市北高新走势比较

资料来源：根据 WIND 整理。

张江高科的股价运行与市北高新基本类似，该股从 2018 年 11 月 1 日开始启动，启动价格为 9 元左右，11 月 19 日涨至近 20 元，涨幅超过 100%，不及“市北高新”的第一波涨幅。第二波的启动时间是 2019 年 2 月 1 日，股价从 14 元涨至 3 月 13 日的 27 元，涨幅近 100%。7 月 22 日，该股价格下跌 7%。9 月末，该股价回落至 15 元左右，相对于高点回落了近 50%。

（二）科创板的注册制将影响 A 股市场的定价体系

推出科创板的意义并不仅仅在于市场多了一个板块，企业上市多了一个选择，最重要的意图是为全面实施注册制改革提供经验。从这个角度看，要分析科创板对市场的影响，就应该正确评估和分析注册制对市场的影响。

注册制提出的时间是 2013 年，在经历 2015 年股市大幅度波动之后，从 2016 年起，真正开始逐步落实注册制改革思路，主

要表现为新股发行“常态化”，在 2017 年前后我国 A 股市场出现了明显的分化走势，主要特征是蓝筹股得到市场越来越多的青睐，而绩差股遭到市场的抛弃，反映在股价上就是蓝筹股上涨而绩差股下跌。以下是我们对 2016 年初至 2019 年三季度末市场股价分化的统计分析结果：

根据 2016 年初市值大小为依据，把上市公司分为八组。

市值大于 2000 亿元的上市公司有 23 家，累计平均涨幅为 45.15%，中位值为 22.98%。其中贵州茅台以 458.63% 的涨幅高居榜首，截至 2019 年 9 月末，市值约 1.48 万亿元，仅次于工商银行（1.96 万亿元）、建设银行（1.74 万亿元）、中国平安（1.63 万亿元）；中国中铁下跌 41.63%，跌幅最大。

市值 2000 亿元至 1000 亿元的上市公司有 45 家，累计平均涨幅为 3.07%，涨幅中位数为-20.11%。五粮液以 461.63% 的涨幅高居首位，乐视网则获得 94.24% 的最大跌幅。

市值 1000 亿元至 500 亿元的上市公司有 81 家，累计平均涨幅为-12.75%，涨幅中位数为-30.80%。恒瑞医药获得 269.33% 的最大涨幅，华信退获得 97.36% 的跌幅。

市值 500 亿元至 300 亿元的上市公司有 163 家，累计平均涨幅为-21.21%，涨幅中位数为-37.37%。涨跌幅最大的分别为泸州老窖和*ST 印纪。

市值 300 亿元至 200 亿元的上市公司有 251 家，累计平均涨幅为-37.31%，涨幅中位数为-47.77%。涨跌幅最大的分别为牧原股份和暴风集团。

市值 200 亿元至 100 亿元的上市公司有 741 家，累计平均涨幅为-38.31%，涨幅中位数为-52.95%。涨跌幅最大的分别为山西汾酒和金亚科技。

市值 100 亿元至 50 亿元的上市公司有 1107 家，累计平均涨幅为-42.07%，涨幅中位数为-50.77%。涨跌幅最大的分别为水井坊和*ST 索菱。

表 2 2016 年初至 2019 年 9 月底累计股价涨幅 单位：%

股票总市值	家数	最大值	最小值	均值	中位数	该样本 2012-2014 年涨幅	
						均值	中位数
大于 2000 亿元	23	462.55	-41.73	45.59	27.06	98.03	78.62
1000 亿元至 2000 亿元	45	415.19	-94.24	2.31	-19.18	123.30	98.08
500 亿元至 1000 亿元	81	272.24	-99.05	-11.91	-31.41	143.84	87.15
300 亿元至 500 亿元	163	241.68	-97.81	-20.77	-36.62	143.85	97.91
200 亿元至 300 亿元	251	464.91	-94.19	-37.41	-48.52	118.66	83.33
100 亿元至 200 亿元	741	323.11	-97.77	-27.88	-51.75	89.91	71.04
50 亿元至 100 亿元	1107	274.28	-90.84	-45.99	-50.74	67.57	57.48
50 亿元以下	382	485.28	-90.22	-34.38	-46.57	49.81	43.44

资料来源：根据 WIND 整理。

从数据可见，股价上涨幅度与上市公司市值大小呈逆相关关系，即市值越大的公司，股价上涨幅度也越大，1000 亿元以上的两组平均涨幅均为正，而市值在 300 亿元以下的四组中小市值上市公司的平均下跌幅度为 50%左右。

股价如此分化在我国股市的历史上是不曾有过的，我国 A 股运行的最大特点是市值越小的股票估值越高，小市值股票比大市值股票更受到投资者的追捧。我们仍然按照市值大小来把上市公司分为八组，统计时间区间选择为 2012 年初至 2014 年末，之所以选择这个时间段，是因为：（1）该时间段距离当前比较近，上市公司样本变化不大；（2）避开了 2015 年的股价大幅度波动；（3）提出并落实股市注册制改革的时间是 2015 年初。

表 3 2012 年初至 2014 年末不同市值累计股价涨幅 单位：%

股票总市值分类	数量	最大值	最小值	均值	中位数
大于 2000 亿元	12	125.62 （中国平安）	-6.21 （中国神华）	58.27	70.99
1000 亿元至 2000 亿元	14	275.94 （中信证券）	-28.35 （五粮液）	81.23	91.43
500 亿元至 1000 亿元	30	292.35 （中国中铁）	-37.19 （兖州煤业）	66.06	59.47
300 亿元至 500 亿元	40	332.62 （中国铁建）	-54.97 （张裕 A）	59.13	40.61
200 亿元至 300 亿元	57	244.49 （方正证券）	-53.88 （美邦服饰）	48.10	55.16
100 亿元至 200 亿元	162	401.06 （长江证券）	-52.553 （水井坊）	57.52	50.94
50 亿元至 100 亿元	370	593.66 （上海莱士）	-77.02 （协鑫集成）	63.96	46.73
50 亿元以下	1602	1810.37 （华数传媒）	-38.06 （天龙光电）	93.89	71.53

注：表中市值为 2012 年初上市公司市值。

资料来源：根据 WIND 整理。

从 2012 年至 2014 年的统计数据看，股价涨幅与上市公司市值大小没有明显的相关性，各组别的股价涨幅基本相当，但市值 1000 亿至 2000 亿元及 50 亿元以下的涨幅居前。市值 1000 亿元至 2000 亿元的涨幅较高，体现的是部分蓝筹股业绩的高增长性。而市值 50 亿元以下的股票涨幅居前则与壳价值有关。从股市定价的理论看，股价是上市公司未来现金流的折现，但 A 股还隐含着壳的价值，否则无法解释为何已经没有任何主营业务的公司却存在 30 亿元以上的市值（在 2015 年前后）。

2016 年以来的绩差股大幅度下跌与注册制改革预期有关，其中的主要逻辑是注册制影响壳的价值。自 2017 年新股 IPO 正常化之后，排队等待发行新股的公司数量从 800 多家减少到 300 多家，仅 2017 年度就有 400 多只新股上市，新股发行审批的时间大大缩短。与此同时，监管部门提高了借壳重组的门槛。受此影响，上市公司的借壳现象减少，对应的是壳价值快速贬值，这是绩差股自 2017 年初开始持续下跌的根本原因。2018 年尽管新股发行速度有所放缓，但受二级市场持续下跌影响，绩差股继续大幅度下跌。自 2018 年度宣布推出科创板并实施注册制改革之后，壳价值进一步贬值。

照此推理，随着时间的推移，科创板股票的规模会越来越大，对其他板块股票定价的影响也会越来越明显，假如注册制推广到创业板和中小板，则注册制对存量股票的壳价值影响将更加深远，壳价值将持续贬值，对应的是小市值的公司股价持续下跌，而蓝筹股相对坚挺，股价分化仍将继续。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。