

新国本，新征程
——如何把握新时代下科创板投资的脉搏

中山证券研究所

目录

	内容
1	科创板简介：科创板到底是一个什么样的市场？
1.1	高竞争性市场：退市制度
1.2	高波动性市场：科创属性本身所带来的不确定性
1.3	高难度市场：科技类企业本身具有相对较高的投资门槛
1.4	高披露市场：信息披露将所有的发行审核过程，全部通过问询的形式告诉投资者。高度透明但要求一定的基本面及企业了解
1.5	注册制市场
2	个人投资者如何参与打新
2.1	直接开权限自己买股票
2.2	开放式的科技创新主题基金
2.3	3年封闭式的科技创新主题基金
2.4	战略配售基金
3	科创板企业概览
3.1	科创属性
3.2	成长表现
3.3	潜在风险
3.4	估值方法

1. 科创板简介：科创板是一个什么样的市场？

1.1. 高竞争性市场：退市制度

 **最严格的退市制度：科创板取消了暂停上市、恢复上市和重新上市环节**

- 欺诈发行、重大信息披露违规、涉及国家安全、公共安全
- 在交易所系统连续120个交易日实现累计股票成交量低于200万股
- 连续20个交易日股票收盘价均低于股票面值，市值均低于3亿元
- 股东数量均低于400人的科创板企业实行强制退市

1.1. 高竞争性市场：退市制度

 空心化公司将被退市，主业长期不振也是风险点

➤ 科创板上市公司出现下列情形之一，明显丧失持续经营能力，达到本规则规定标准的，本所将对其股票启动退市程序：

- （一） 主营业务大部分停滞或者规模极低；
- （二） 经营资产大幅减少导致无法维持日常经营；
- （三） 营业收入或者利润主要来源于不具备商业实质的关联交易；
- （四） 营业收入或者利润主要来源于与主营业务无关的贸易业务；
- （五） 其他明显丧失持续经营能力的情形。

➤ 信息披露及规范运作存缺陷也将导致退市。

1.2. 高波动市场：科创属性本身所带来的不确定性

 科创板公司创新属性强，创新在另一方面代表着不稳定性

- 研发投入大，技术路线不明确，经营风险高
- 业务模式较新、业绩波动可能性较大、不确定性较高
- 退市风险：连续2个会计年度扣除非经常性损益之前或之后的净利润为负的，就会触发退市
- 科创板上市初期，大量资金会涌入仅发行的某几只科创板股票中去，到后来科创板企业逐渐增加，可能会造成大规模资金从某几只股票中撤离出去，股票价格波动起伏较大。

1.3. 高难度市场：科技类企业本身具有相对较高的投资门槛

科创板企业拥有较高的上市门槛与投资门槛

- 规定企业营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业，如果预计市值不低于人民币100亿元，或者预计市值不低于人民币50亿元且最近一年营业收入不低于人民币5亿元，可以申请在科创板上市。
- 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，投资者需要参与证券交易 24 个月以上。

1.4. 高披露市场：信息披露将所有的发行审核过程，全部通过问询的形式告诉投资者。高度透明但要求一定的基本面及企业了解

科创板公司要保证所披露信息的真实准确与完整性

- 科创板要求上市公司和信息披露义务人应当及时、公平地披露所有可能对证券交易价格或者对投资决策有较大影响的事项。
- 科创公司要结合所属行业特点，充分披露行业的经营信息，以及可能对公司核心竞争力、经营活动和未来发展产生重大不利影响的风险因素。
- 投资者可以在证监会指定的媒体上了解科创板上市公司的信息披露相关文件。
- 上市公司和相关信息披露义务人确有需要的，可以在非交易时段通过新闻发布会、媒体专访、公司网站、网络自媒体等方式对外发布应披露的信息，但公司应当于下一交易时段开始前披露相关公告。

1.5. 注册制市场

 科创板实行注册制，在定价方面取消了直接定价方式，而是采取完全市场化的询价方式 → 更加注重对信息披露的要求

- 在交易所 → 做上市发行的审核 → 多次问询，多轮回复，多次信息披露
- 交易所的审核问询
- 上市的审议
- 在证监会 → 履行和发行注册程序上市标准，确定询价的定价方式

1.6. 总结

 基于高竞争性、高波动性、高难度、高披露行与注册制的特点，我们可以看出科创板市场比较适合能够承受风险较大的券商投资，而不适合承受风险能力较小的个人散户投资。

- 由于科创板企业商业模式新，技术迭代快，业绩波动和经营风险相对较大，有必要实施投资者适当性制度。故设置50万资产门槛和2年证券交易经验的要求。
- 目前，符合50万资产门槛和2年证券交易经验的股民人数约为300万人，这个比例确实很小，当然，股民可以通过投资相关基金参与科创板。

2. 个人投资者如何参与打新

2.1. 直接开权限自己买股票

个人投资者可以直接开权限自己购买科创板股票

- 已开通科创板投资权限的证券账户，拥有已开通科创板投资权限的证券账户
- 在股票上市前前20个交易日内的日均市值达到1万元
- 在缴款方面，投资者在T日进行网上和网下申购时无需缴付申购资金，应于T+2日16:00前及时足额缴纳新股认购资金及相应的新股配售经纪佣金

2.2. 开放式的科技创新主题基金

 **开放式的科技创新主题基金：分为混合型基金与股票型基金两种**

- **混合型基金**：既可以投资科创板股票，又可以投资A股其他板块科技类股票，对投资科创板股票的比例限制较前一类基金相对较低。如：**灵活配置混合型基金**。
- **股票型基金**：既可以投资科创板股票，又可以投资A股其他板块科技类股票，同时资产组合中的股票投资比例需在80%以上。

2.3.3年封闭式的科技创新主题基金

 封闭式科技创新主题基金：适合2-3年内有闲置资金，接受较高风险的长期投资者

- 如：鹏华科创板3年封闭运作灵活配置混合型证券投资基金
- 封闭式运作的科技创新基金：对于投资科创板股票的下限比例往往会有限制，采取封闭运作 → 参与科创板程度最高

2.4.6 只战略配售基金

 **战略配售基金：适合想最早参与科创板企业战略配售、又想参与A股其他板公司战略配售的投资者**

- 股票发行人与战略投资者通过事先签署配售协议的方式约定向投资者配置的股票总量、发行占比、持有期限
- 不要求参与新股的网下询价和网上申购
- 没有持仓要求

- **对投资者的优点：**
 1. 持股数量大，获配有保证
 2. 至少持有12个月，通过长期持有分享企业的成长收益
 3. 无需被动承担股票市值波动，即基金无需为打新而被动建仓股票

2.5. 总结

 相对于个人直接打新科创板，申购科创板方向基金相比直接参与科创板的优势有哪些？

第一，若选择直接投资科创板某个标的，投资风险较为集中且风险较大，参与投资的必须是合格投资者。而科创板方向基金是作为一篮子科创板标的的组合，分散投资，投资风险低于单一科创板标的的投资风险。

第二，科创板背后是专业机构投资者在运作，股票价格也会受投资者买卖股票数量多少和多空力量强弱的影响，专业机构投资者的投资能力更强。

3. 科创板企业概览

3.1. 科创属性



对于哪些企业可以优先推荐上科创板，该《推荐指引》明确了三类标准：

- 一是符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业；
- 二是属于新一代信息技术、高端设备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高科技技术产业和战略性新兴产业的科技创新企业；
- 三是互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合的科技创新企业。涉及重点七大领域，包括新一代信息技术领域、高端装备领域、新材料领域、新能源领域、节能环保领域、生物医药领域以及符合科创板定位的其他领域

3.1. 科创属性

科创板行业集中于高新技术产业和战略性新兴产业

- 行业较为集中，主要集中在新一代信息技术、生物医药和高端装备等产业；
- 能够反映现阶段我国科技创新“爬坡过坎”，“跟跑”和“并跑”多、“领跑”特别是突破关键核心技术少的整体现状
- 企业总体上具备较强的科创属性。绝大多数企业主要依靠核心技术开展生产经营，研发投入远超境内市场其他板块。

3.2. 成长表现

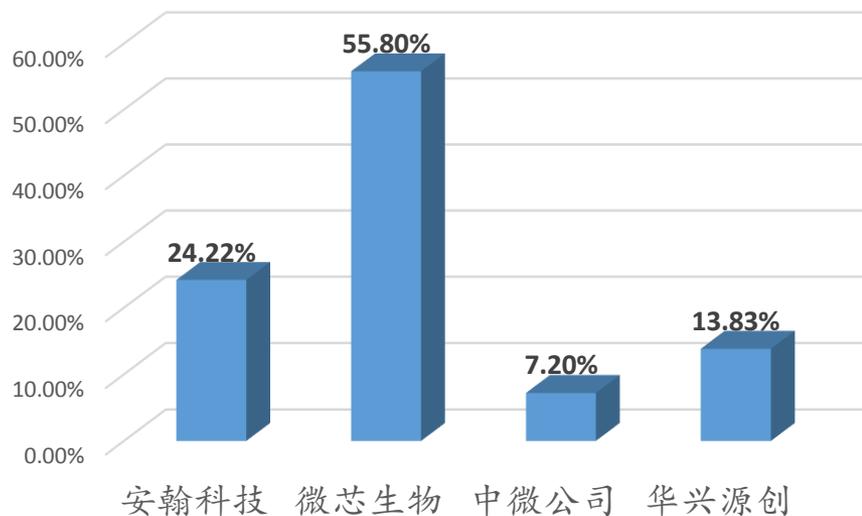
 其他板块关注企业的持续盈利能力，而科创板关注企业的持续经营能力申报科创板的企业，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：

1. 预计市值不低于10亿元，最近2年净利润均为正且累计净利润不低于5,000万元，或者预计市值不低于10亿元，最近1年净利润为正且营业收入不低于1亿元；
2. 预计市值不低于15亿元，最近1年营业收入不低于2亿元，且最近3年累计研发投入占最近3年累计营业收入的比例不低于15%；
3. 预计市值不低于20亿元，最近1年营业收入不低于3亿元，且最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元；
4. 预计市值不低于30亿元，且最近1年营业收入不低于3亿元；
5. 预计市值不低于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。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

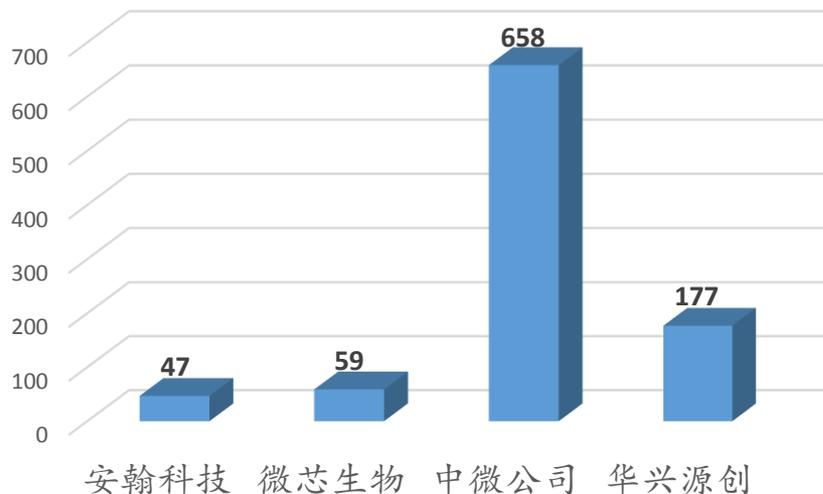
3.2. 成长表现



四家科创板公司的研发费用占营业收入比例与专利数量



2018年4家科创板公司研发费用占营业收入比例 (%)

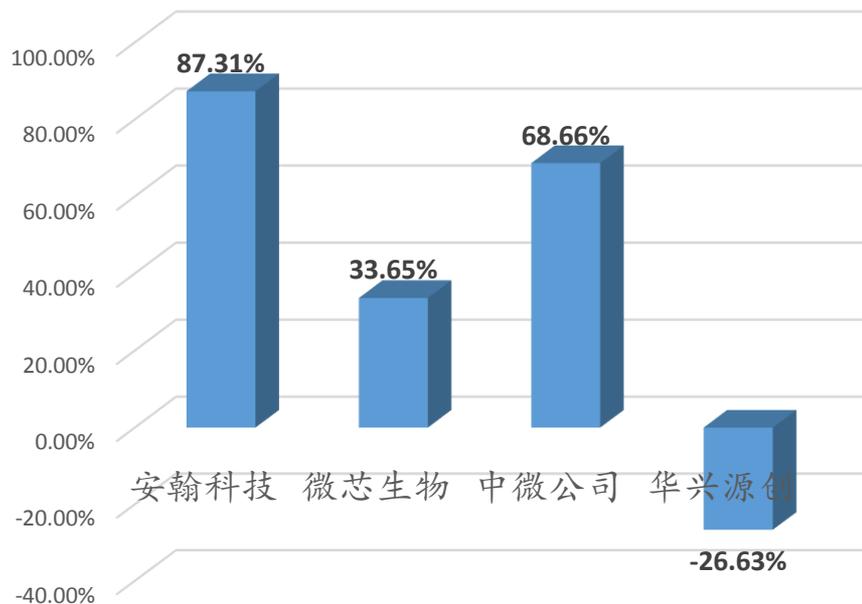


2018年4家科创板公司专利数量

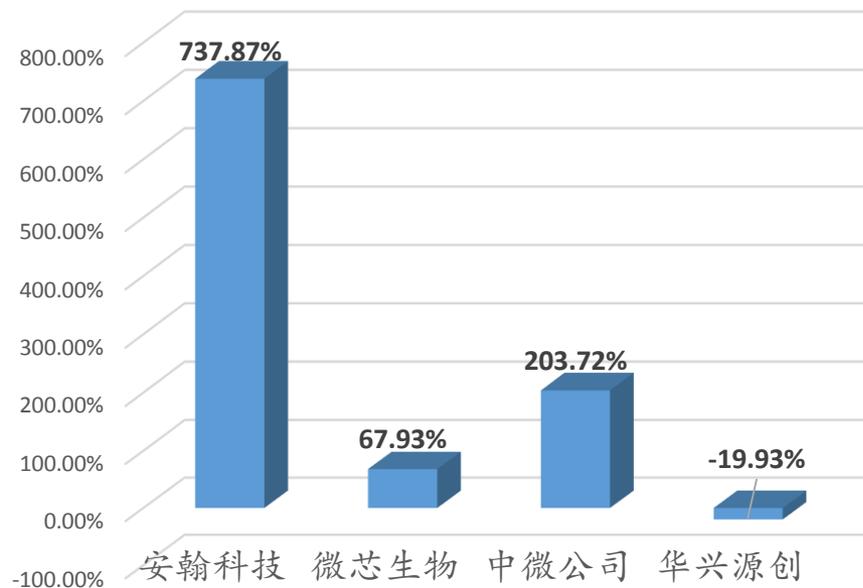
3.2. 成长表现



四家科创板公司的营业收入增速与扣非归母净利润增速



2018年4家科创板公司营业收入增速 (%)



2018年4家科创板公司扣非归母净利润增速 (%)

3.2. 成长表现



安翰科技陷入与美年健康利益输送丑闻，美年健康进行回应

- 胶囊胃镜检查项目的门店数量问题
- 胶囊胃镜消耗量存在夸大的问题
- 胶囊胃镜检查的定价低于市场水平的问题

□ 在媒体对于在审公司质疑而导致的审核问询当中，发行人及保荐机构以审核问询回复、专项核查等方式回应媒体关切，真实、准确、完整地披露信息。体现了科创板高披露市场的特点。

3.2. 成长表现



华兴源创后来者居上，成为科创板第一股

- 3月27日获得受理，4月9日进入问询状态，4月30日、5月16日、5月26日分别公布首轮、第二轮、第三轮问询回复，6月11日过会的第二批过会企业，于6月13日提交注册申请，6月14日即获得证监会同意注册，6月19日注册生效。从受理到过会用时76天，完成注册阶段仅用时5天。
- 在前两批提交注册申请的6家企业中，只有华兴源创一家未在注册环节接到问询。
- 交易所审核阶段问题回复及时到位，净利润高推进了华兴源创成为科创板第一股。

3.3. 潜在风险

科创板需要在实践中得到检验

- 一是市场化定价后，企业高估值发行的现象可能会增多，估值标准不明确。
- 二是开板初期，市场政策不平衡，因为初期上市的企业仅有几家，如果是个人投资者把资金投向这些企业之后，短期很有可能出现暴涨的现象，等市场冷却后股价可能会大幅跌落。
- 三是科创企业本身因为技术迭代快，投入周期长，不确定性大的特点，需要投资者理性研判，更加关注现金流。
- 四是在试点初期，科创板的制度创新还需要在实践中进一步检验，有一个逐步磨合的过程，这也可能引发一些市场风险。

3.4. 估值方法



不同的企业阶段，对应不同的估值方法

阶段	特性	可用估值方法
初创期	行业空间和客户黏度是评估关键。大多还未开始盈利，规模不大且业绩具有高度不确定性。	期权定价中的BS模型，VM指数，实物期权法以及PS估值
成长期	营收快速增长是关键。企业面临的风险较初创期小，营收增速往往会大于净利润增速，其中对于研发支出相对较高的高科技或医药行业，其净利润往往会被研发支出所抵消，此时的企业会有大量的无形资产和尚处研发中的技术。因此要关注企业是否跨越盈亏平衡点	PS，EV/SALES，PEG，同时对高新科技产业可以采用一些非财务指标，如研发人员比重，研发支出占比等反应公司的未来竞争力
成熟期	业绩和现金流是关键。进入成熟期的企业产品销售进入稳定流程，因此营收和净利润增速放缓，市场占有率基本定型，着重分析其净利润的增速变化。	多种估值最为常用时期，DCF，PE，PB，PS，EV/EBITDA，RNAV等估值方法均可使用
衰退期	当下重于未来，需要注意公司的资产情况	重置成本法

3.5. 总结



- 科创板企业因为其科创属性鲜明的特点，企业集中在高科技、创新能力强的行业，如信息技术、生物医药等。
- 这类企业净利润增速高，研发费用投入多，成长性较强，但同时企业发展线路不一，因此面临着发展不稳定的风险。
- 面对不同发展期的企业，有不同的估值方式，不同的估值方法其实是从不同维度评估企业，以便更好地反映企业的增长前景、行业地位和财务特点。

感谢您的聆听！