

2018



证 券 部

资本的博弈

新经济抢滩登陆，投资人回归理性

2018.7

重要声明

分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对于行业及公司的看法；（2）分析师无论在过去、现在及将来，均不会因本报告中所表达的观点或建议收取任何报酬。

一般性声明

本研究报告仅供我们的客户与合作伙伴使用。除了与易凯资本相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们在可能的情况下会适时地更新我们的研究。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

我们的投行人员、销售人员和其他专业人员可能会向我们的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的资产管理部门可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告不构成明示或暗示的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

我们的部分研究报告会以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网或微信阅读号上并向所有客户和合作伙伴同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，我们也不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。

易凯资本不承诺不在过去、现在或未来与报告中提及的公司发生业务关系或寻求与它们有关的业务机会。

本报告版权为易凯资本所有。未经易凯资本公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作成任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)以盈利为目的再次分发。

资本的博弈：新经济抢滩登陆，投资人回归理性——2018年A股市场半年报 | 【易凯行研报告】

原创：证券部 易凯资本 今天



摘要

- 尽管2018年上半年世界各市场新经济新规密集出台、头部新经济企业于境外扎堆上市，但二级市场对新经济企业的态度愈加理性，多家新经济企业上市后估值见顶乃至破发。预期新经济企业二级市场估值承压的效应，未来将进一步向一级市场传导。
- 2018年上半年，A股新经济新规千呼万唤始出来，但落地进程尚不明朗，IPO审核降速，监管延续了2017年下半年以来严格审核的趋势，过会率创下新低。
- 并购重组市场保持平稳，不理性并购愈发减少，新经济领域并购增多，符合产业政策方向的并购重组受到鼓励。同时，A股上市公司以非重大资产重组方式对新经济公司进行投资、并购的活跃度提升较为显著。
- 陆续出台的新政对新三板市场提振有限，挂牌和再融资市场继续下行，市场不断趋冷。

Part 1

2018年上半年资本市场动态综述

■ 冰火两重天：新经济企业扎堆上市与资本市场热情退潮

自2017年底，世界各主要资本市场开启了对于新经济企业的争夺。2018年4月，港交所自去年12月起力推的新经济新规落地，同股不同权架构的新经济企业、尚无收入的生物医药企业得以登陆港股；纽交所于2018年4月放行Spotify直接上市，进一步对新经济公司敞开怀抱。与此同时，国务院、证监会为便利头部新经济企业登陆A股，也相应快速推出了一系列配套政策。

在此背景下，众多新经济企业纷纷集中申报并登陆资本市场。美股方面，年初至今，已有爱奇艺、虎牙直播、哔哩哔哩、优信等新经济公司登陆，拼多多也已递交招股书；港股方面，小米集团、平安好医生、猎聘、映客、21世纪教育已完成IPO，美团点评、找钢网、宝宝树、沪江教育、海底捞、同程艺龙等已完成IPO申报。A股方面，尽管政策落地时间表尚不明朗、二级市场对于大体量新经济企业的承载力尚待观察，但已有包括工业富联、宁德时代、药明康德在内的多家新经济独角兽完成IPO。

在新经济企业扎堆上市的红火景象背后，二级市场对新经济公司的态度却越发理性。在港股市场，包括众安在线、美图公司、易鑫集团、雷蛇等在内的新经济企业普遍破发，即使是小米集团这样的明星企业，不及10倍的超额认购倍数也与当初平安好医生超650倍、阅文集团超620倍的认购图景形成了鲜明对比，上市首日即收跌1.18%。美股市场上，新经济领域中概股的股价也处于频繁高位震荡的状态。A股市场，工业富联上市后估值也快速见顶，股价一度逼近发行价格。

二级市场对新经济企业热情退潮的效应将逐步传导至一级市场。一级市场中，投资人过往通常基于锚定同行业公司的估值、以“相对估值法”对创业公司进行定价。在当前市场环境下，投资人将考虑退出的安全边际，更多的采用以其未来二级市场退出时的估值为基础、计算退出回报的估值方法为创业公司定价。因此，二级市场新经济企业估值的下探将导致一级市场新经济企业估值进一步承压。诚如我们在2018上半年多次提到的观点，在二级市场波动、资管新规出台的背景下，新经济企业若希望在本已因资管新规承压的一级市场中获得估值层面的认可，需进一步修炼内功，趁资本市场余温尚存广积粮、高筑墙，依靠企业坚实的经营业绩及核心竞争优势获得投资人的青睐。

Part 2

A股市场综述

■ 新经济证券化时代将至，A股IPO继续严审风格

在大量新经济公司已经或即将登陆美股、港股的背景下，国务院、证监会也做出了较为快速的反应，出台了一系列新经济企业IPO新规，放宽了新经济企业IPO的财务条件，并允许红筹新经济企业发行CDR，大幅降低了优质新经济企业在A股IPO的难度。

新经济领域的龙头企业在上述政策背景下，纷纷加速了申报A股IPO的进程，并已有新经济公司完成了较大金额的IPO募资，例如：工业富联（即富士康）仅用36天即完成过会，并募资超270亿

元；宁德时代从申报到过会历时不到半年，募资约55亿元；药明康德也仅历时8个月即完成过会，募资约23亿元。与此同时，为了迎接BATJ、小米集团、美团点评、滴滴等新经济独角兽的回归，监管在资金层面也给予了大力支持：证监会批准了易方达基金、嘉实基金、招商基金、南方基金、汇添富基金和华夏基金共计6家公募基金申报的战略配售混合型证券投资基金，基金将重点投资于CDR产品。

然而，市场对新经济公司登陆A股热情的持续性有待进一步观察。一方面，A股对大体量新经济公司的承接能力正在经受考验。另一方面，新经济公司IPO新规出台前，A股历史上曾以IPO或并购重组的方式承接了一系列新经济公司，例如乐视网、分众传媒、暴风集团、巨人网络等。这些新经济公司表现并不都尽如人意，对于新经济公司，A股投资者也存在一定程度的审美疲劳。目前来看，在A股对新经济企业承接力提升、配套机制成熟之前，除非明星企业登陆，否则二级市场预计不会有特别积极的反响。

2018年上半年IPO审核整体减速，证监会延续了2017年10月以来新一届发审委对IPO严格审核的态势。在2017年下半年76%的过会率的基础上，2018年上半年IPO过会率再创新低，仅为57%。受此影响，IPO申报企业数、IPO发行企业数断崖式减少。在A股二级市场持续走低的市场环境下，预计2018年下半年发审委将继续保持相对严格的审核风格，IPO过会率难以有大幅提升，IPO申报与发行企业数也将同比大幅减少。但受益于新经济政策的影响，头部新经济公司的IPO审核周期将大幅短于其它企业，过会率也将在一定程度上得到保证。

■ 并购重组市场保持平稳，不理性泡沫已被逐步挤出

2018年上半年，A股并购重组市场较为稳定，基本延续了2016年一系列重组新规、2017年再融资新规和信息披露准则新规的监管精神，相关政策没有较大更新和修订。上市公司公告的重大资产重组预案数量环比小幅下降，整体保持平稳。易凯关注行业（包含高科技、泛娱乐、新消费、医疗健康4大新经济行业，下同）公司公告重大资产重组预案交易笔数和金额在全部重大资产重组中分别占比64%、57%，新经济领域并购逐步成为A股市场并购重组主旋律。2018年上半年，并购重组委召开31次会议、审核交易57笔，分别较2017年下半年下降26%、39%。虽然审核交易的数量有一定程度下降，但是2018年上半年并购重组的过会率为89%，与2017年全年基本持平。2018年上半年，重大资产重组终止的笔数和金额环比分别下降21%、17%，保持了2017年下半年的下降趋势。A股并购重组市场继续趋于理性，2016年以来“忽悠式”、“跟风式”、“炒作式”并购重组的现象不断减少。

■ 新三板虽新政频出，市场仍不断趋冷

自2017年9月以来，全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称“股转公司”）不断推出新政，努力改善新三板既有问题，新政包括了修订挂牌条件及分层标准、引入集合竞价交易机制等，以期恢复新三板对中小企业的吸引力及提升二级市场的整体活力。今年4月，股转公司与港交所签署了备忘录，为“新三板+H股”模式提供政策支持。

然而，与我们2017年报的判断一致，在没有降低投资者门槛的前提下，其它方面的改革措施对市场的影响较为有限。2018年上半年，新三板的挂牌、定增热度未得到提升、二级市场指数也持续下挫。在当前A股市场整体表现不佳的大环境下，若没有进一步实质利好政策的支撑，新三板市场趋冷的态势预期将不会得到扭转。

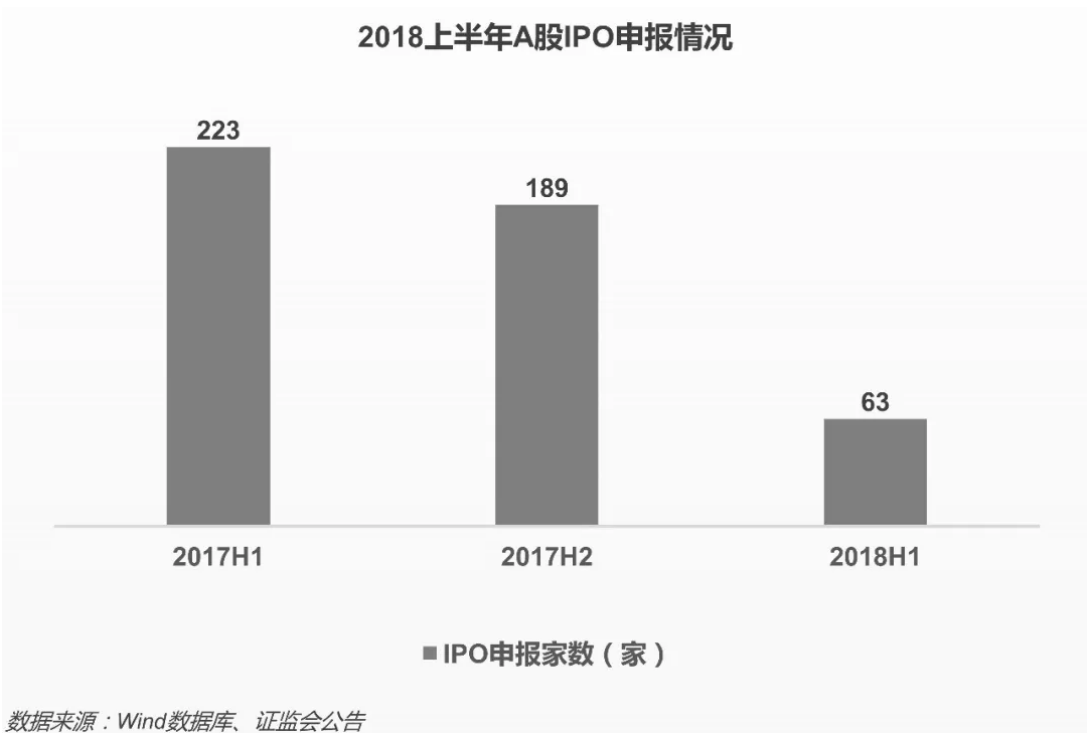
Part 3

A股市场数据分析

IPO数据分析

申报

在IPO市场整体趋严的背景下，2018年上半年A股IPO申报家数为63家，与2017年下半年相比大幅下滑66%。



受市场影响，易凯关注行业公司IPO申报企业家数也出现大幅下降情况，2018年上半年仅申报29家，较2017年下半年57家相比下降49%。

2018上半年易凯关注行业IPO申报家数

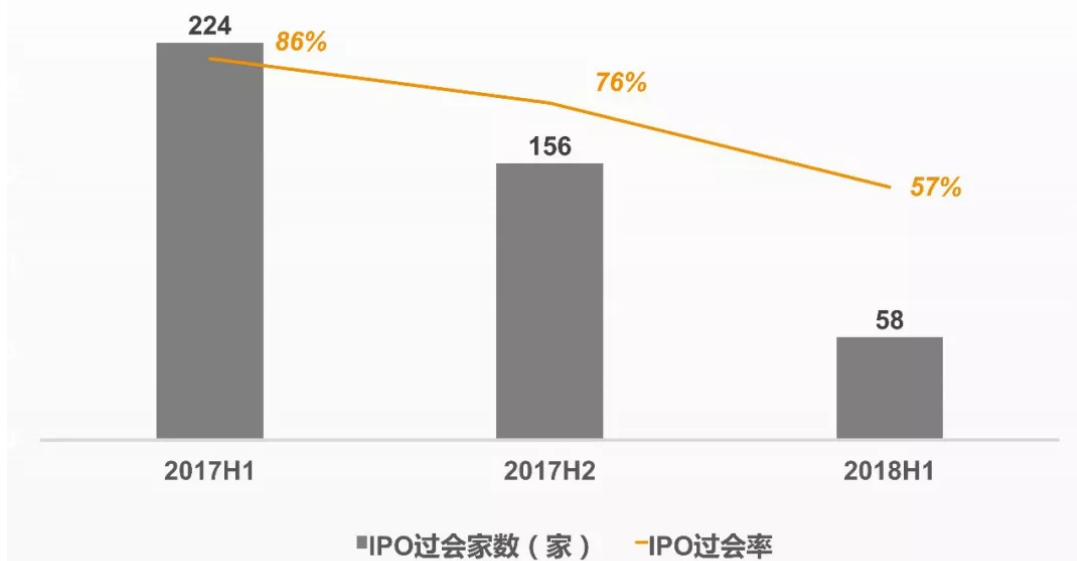


数据来源：Wind数据库、证监会公告、易凯研究

审核

2018年上半年，A股IPO审核节奏有所放缓，发审委审核拟IPO企业合计102家，较2017年下半年的205家减少了50%。与此同时，新一届发审委延续了自2017年10月以来的严格审核风格，2018年上半年IPO过会率在2017年下半年76%的基础上，再降19个百分点，降至57%。

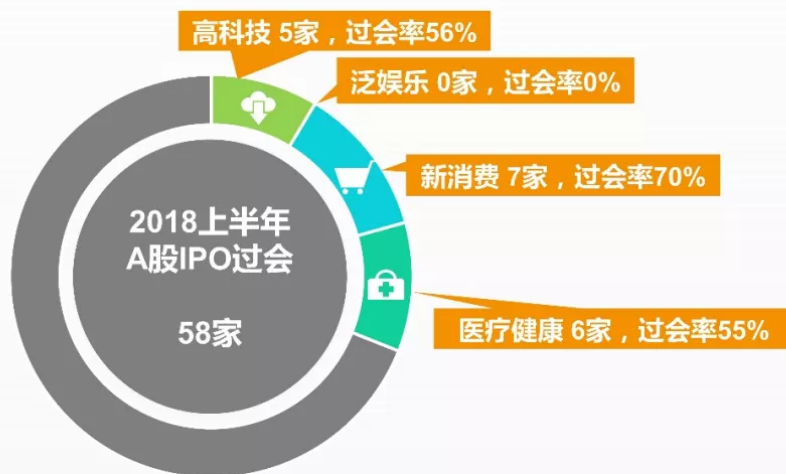
2018上半年A股IPO过会情况



数据来源：Wind数据库、证监会公告

易凯关注行业公司2018年上半年经发审委审核33家，过会18家，过会率55%，过会率较2017年下半年下降20个百分点。其中，泛娱乐行业公司IPO监管最为严格，2018年上半年未有公司通过审核。

2018上半年易凯关注行业IPO过会家数

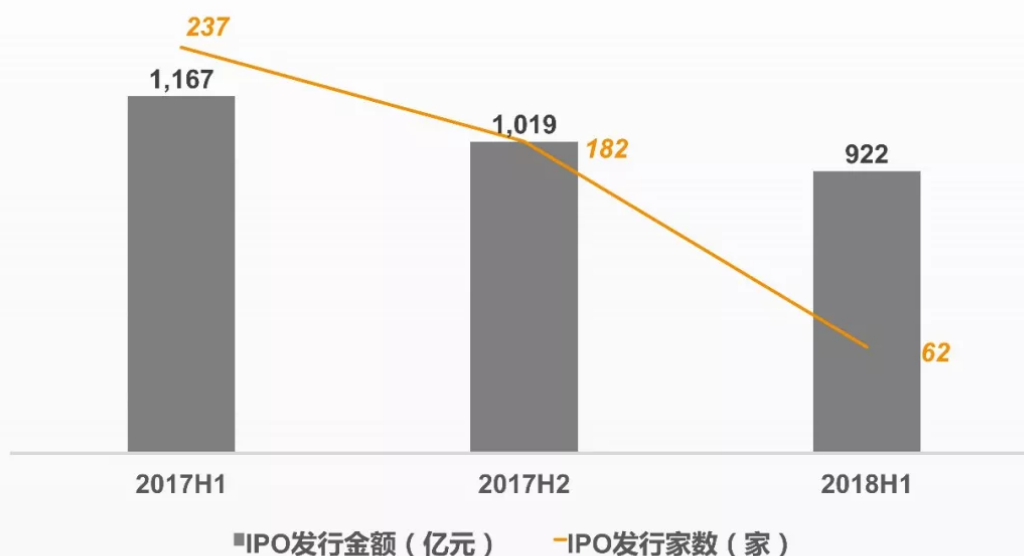


数据来源：Wind数据库、证监会公告、易凯研究

发行

2018年上半年IPO发行62家，募集资金合计922亿元，环比分别下降66%、10%。

2018上半年A股IPO发行情况



数据来源：Wind数据库、证监会公告、公司公告

易凯关注行业公司2018年上半年IPO发行23家，募集资金合计520亿元，环比分别下降67%、上升39%。募资金额环比上升主要得益于工业富联完成发行，剔除其影响后，2018年上半年募资金额环比下降33%。与此同时，受监管政策影响，泛娱乐行业没有公司完成IPO发行。

2018上半年易凯关注行业IPO发行家数



数据来源：Wind数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

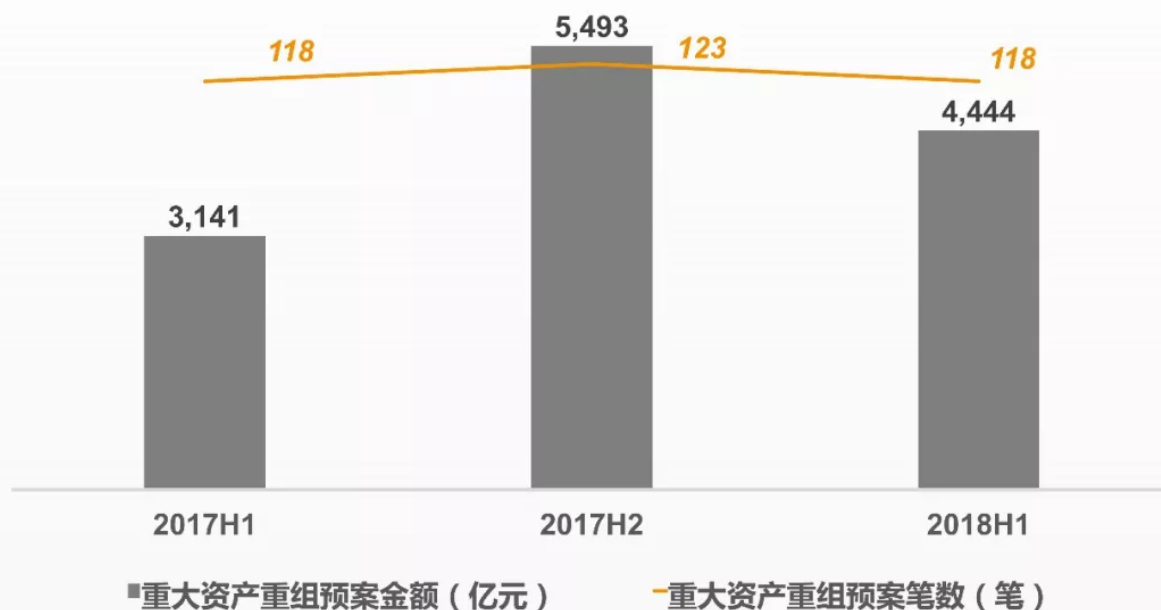
2018年上半年，虽然IPO市场整体热度较2017年有一定程度降温，但受益于政策和监管精神对新经济企业IPO的支持，不少新经济细分领域企业参与到了A股IPO中，例如“工业互联网第一股”工业富联、“新能源汽车动力总成第一股”越博动力、“家居零售A+H第一股”美凯龙、“零担物流第一股”德邦物流、“母婴零售第一股”爱婴室、“服务机器人第一股”科沃斯等。

■ 并购重组数据分析

预案

2018年上半年，A股并购重组市场较为稳定，除了延续之间的相关监管政策，2018年2月，证监会发布《关于IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答》，明确对于借壳类并购交易，企业在IPO被否决后至少应运行3年才可筹划。上述问答也承继了引导上市公司理性并购的监管趋势。2018年上半年上市公司公告预案/草案的重大资产重组共118笔，交易规模4,444亿元，较2017年下半年分别下降4%、19%。

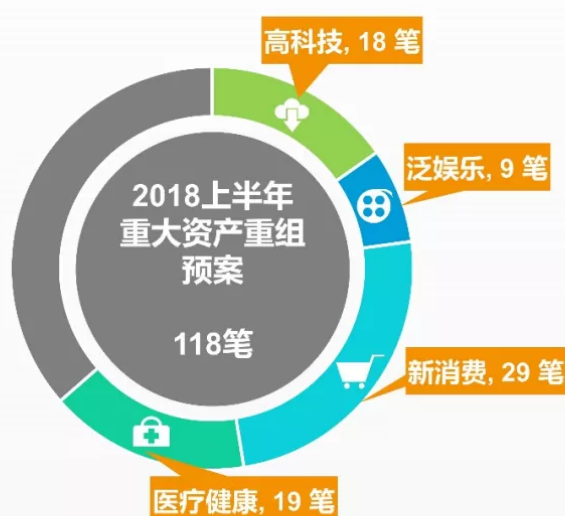
2018上半年A股重大资产重组预案情况



数据来源：Wind数据库、公司公告

易凯关注行业公司2018年上半年公告预案/草案的重大资产重组共计75笔，环比上升29%。其中，泛娱乐行业公司公告预案/草案的重大资产重组9笔，较2017年下半年下降53%；高科技、新消费、医疗健康行业公司公告预案/草案的重大资产重组分别为18笔、29笔、19笔，较2017年下半年分别上升50%、93%、58%，高科技、新消费及医疗健康行业公司并购重组活跃度明显提升。

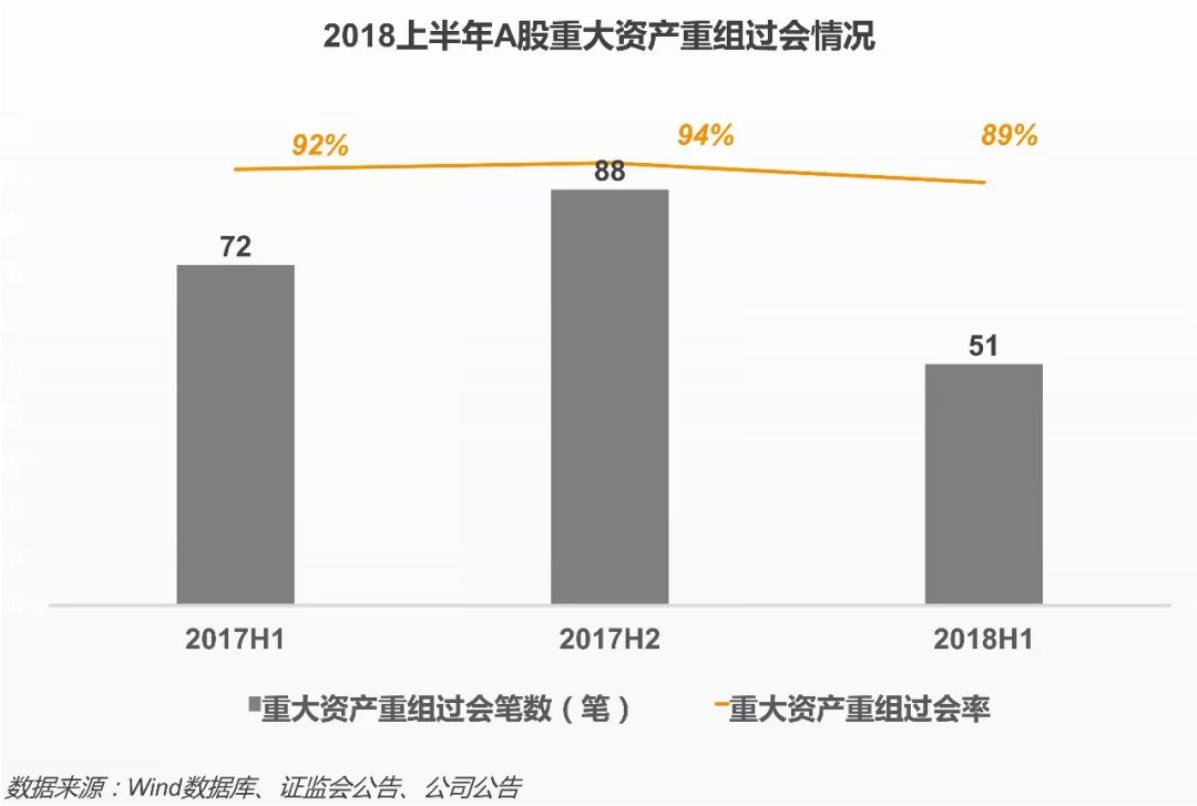
2018上半年易凯关注行业A股重大资产重组预案笔数



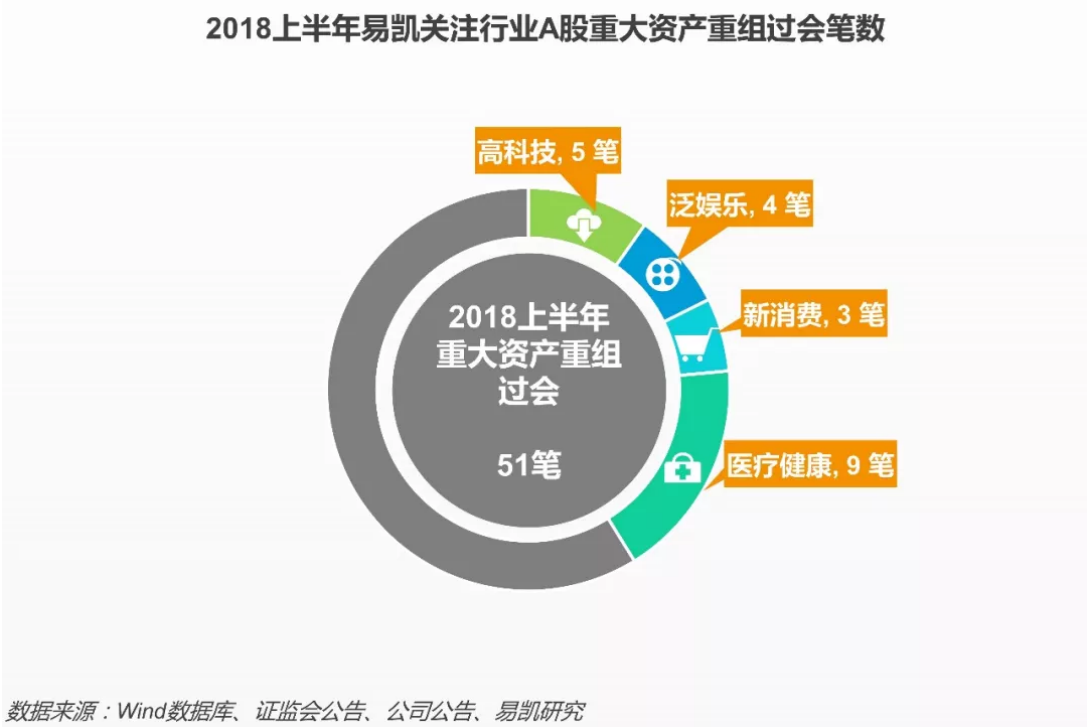
数据来源：Wind数据库、公司公告、易凯研究

审核

与2017年上半年召开36次会议相比，2018年上半年证监会并购重组委对于重大资产重组的审核频率有所下降，半年仅召开会议31次。2018年上半年，证监会共审核57笔重大资产重组，较2017年下半年下降39%。2018年上半年重大资产重组过会率为89%，相较于2017年上半年92%、2017年下半年94%的过会率，过会率保持稳定。

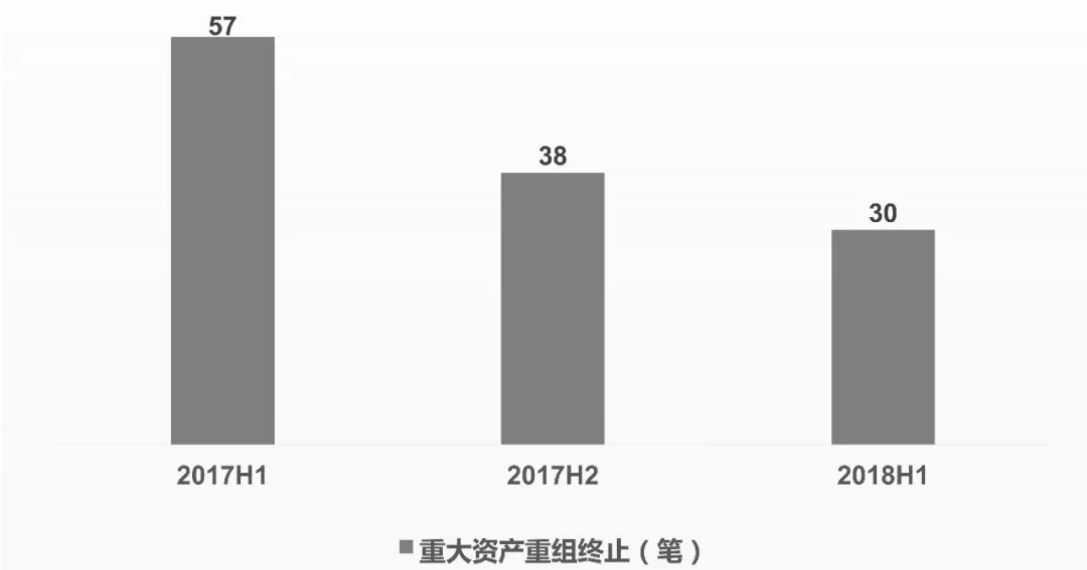


2018年上半年，易凯关注行业公司过会交易共21笔，高科技、泛娱乐、新消费行业过会笔数环比分别下降38%、56%、63%，而医疗健康行业并购活跃度大幅提升，过会笔数环比上升125%。



2017年上半年、下半年、2018年上半年终止的重大资产重组交易笔数分别为57笔、38笔、30笔。易凯关注行业中，2018年上半年终止的重大资产重组交易笔数为15笔，环比下降32%。

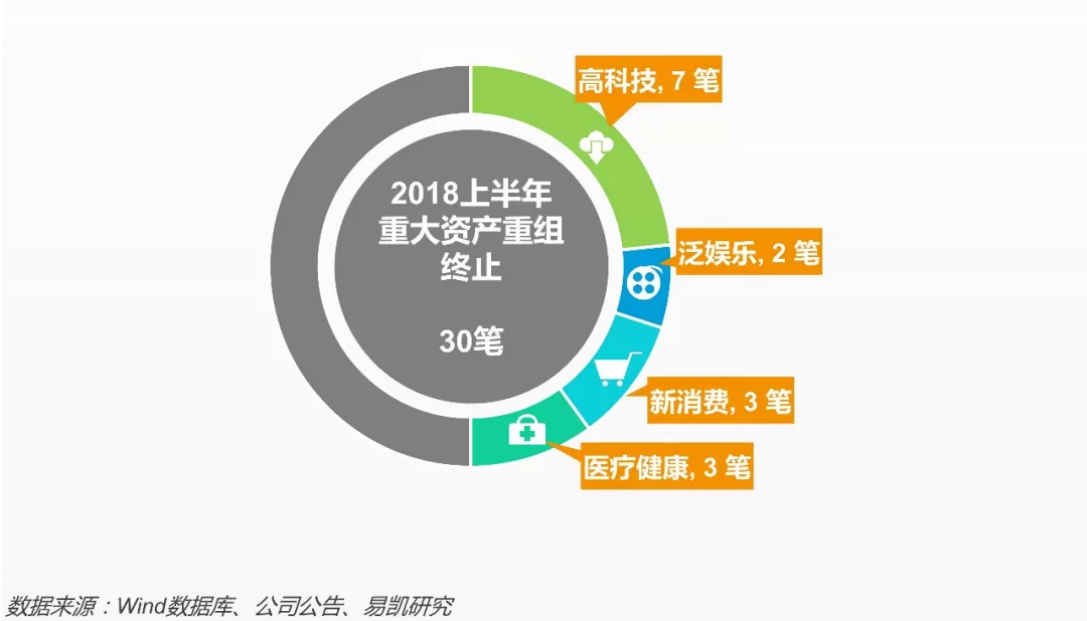
2018上半年A股重大资产重组终止情况



数据来源：Wind数据库、公司公告

2016年中重大资产重组监管政策趋严以来，已公告的交易逐步终止并于2016年下半年达到顶峰，之后市场逐步回归理性，上市公司对重组项目的态度更加审慎，进入2018年以来，非理性并购重组交易的公告和终止数进一步减少。

2018上半年易凯关注行业A股重大资产重组终止笔数

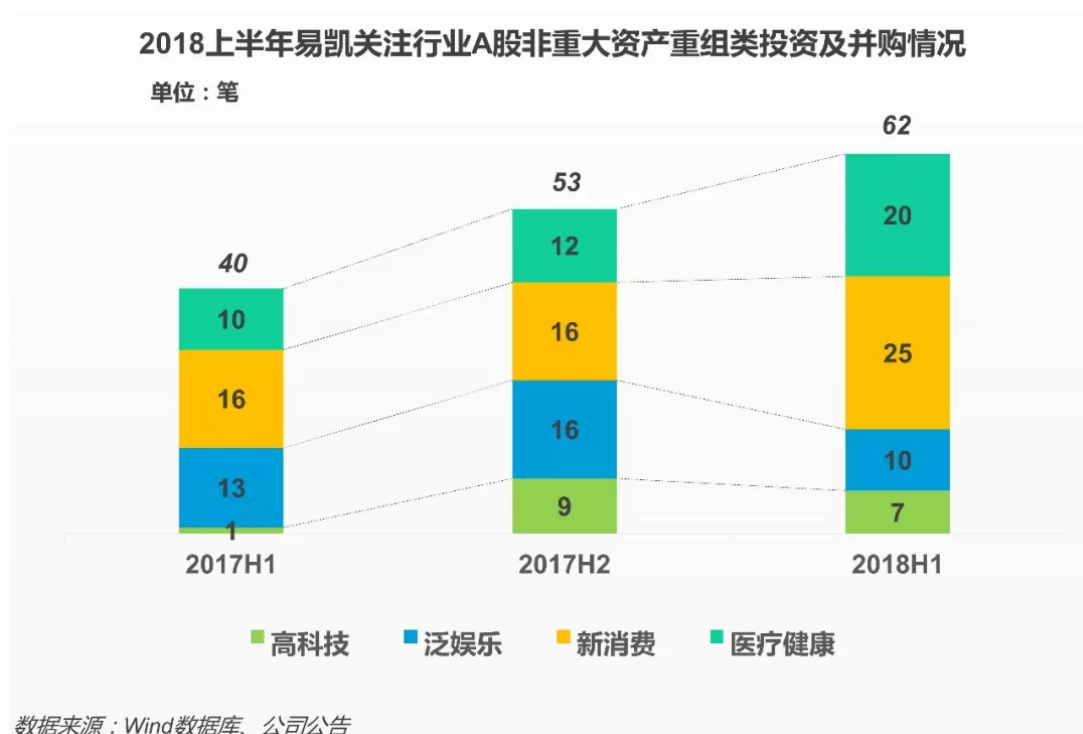


数据来源：Wind数据库、公司公告、易凯研究

非重大资产重组类投资及并购

易凯关注行业中，A股上市公司在新经济领域参与的大体量非重大资产重组投资及并购活跃度有所提升。2018年上半年，A股上市公司参与投资或并购投后估值10亿人民币以上新经济标的的交易合计62笔，分别较2017年上半年、下半年提升55%、17%。其中新消费及医疗健康领域活跃度较去年下半年提升显著，交易笔数分别较2017年下半年提升56%、67%。可以看出，尽管2018年

上半年以来，A股重大资产重组相关政策未见放松、二级市场波动性较为明显，但A股上市公司布局新经济领域活跃度不减。



■ 新三板数据分析

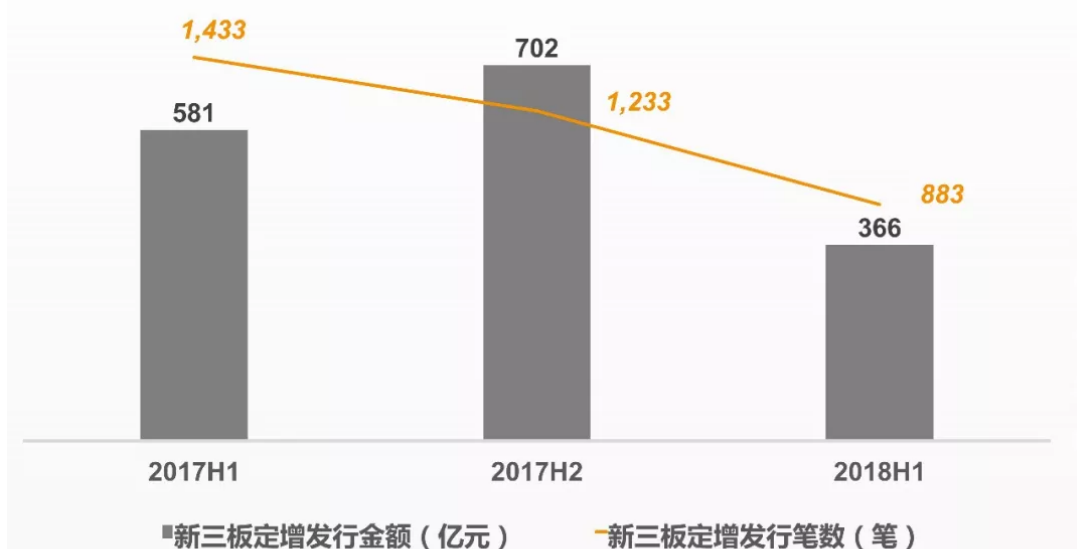
继2017年下半年新三板市场各项指标大幅下滑后，2018年上半年，新三板市场仍未见起色。2018年上半年，新三板新增挂牌321家，同比、环比分别下降75%、63%。定增上，2018年上半年新三板公司完成定增合计883笔、募资金额合计366亿元，较2017年下半年分别下降28%、48%。虽然2018年4月，股转公司与港交所签署备忘录，为“新三板+H股”模式提供了政策支持，但新三板一级、二级市场的趋冷态势仍未得到改善，三板成指和三板做市指数分别从年初的1,270点、991点下降至1,019点、846点。

2018上半年新三板新增挂牌情况



数据来源：Wind数据库、公司公告

2018上半年新三板定增发行情况



数据来源：Wind数据库、公司公告

新三板中易凯关注行业公司受市场影响，新增挂牌数量持续走低。2018年上半年，易凯关注行业公司完成新增挂牌126家，同比、环比分别下降78%、67%。与此同时，易凯关注行业公司新增挂牌数在当期全部新增挂牌公司中占比由2017年下半年的44%微降至39%。定增方面，易凯关注行业公司2018年上半年完成募资140亿元，平均单笔募资金额3,631万元，环比分别下降52%、37%。

2018上半年易凯关注行业新三板新增挂牌情况



数据来源：Wind数据库、公司公告、易凯研究

2018上半年易凯关注行业新三板定增发行情况



数据来源：Wind数据库、公司公告、易凯研究

Part 4

展望

IPO

新经济企业二级市场估值将进一步回归理性并向一级市场传导；A股新经济新规下，头部新经济企业有望以IPO或CDR发行的方式逐步登陆A股市场：在全球资本市场争抢优质新经济企业的背景下，即使美股、港股二级市场表现不甚强劲，为了享受政策红利并把握时间窗口，预计下半年新经

济公司在美股、港股申报IPO的热情不会减退。与此同时，在当前二级市场对新经济企业估值不断回归理性的市场环境下，预计未来二级市场估值水平将进一步传导至一级市场，一级市场投资人将愈发趋于冷静。在近期A股市场持续下行的背景下，出于对市场承受能力及市场整体平稳运行等因素的考量，监管层对于新经济企业登陆A股较为审慎，新经济企业A股IPO的节奏可能较预期变慢。预计未来一段时间内，在二级市场恢复活力、平稳运行的前提下，优质头部新经济独角兽将逐步通过IPO或发行CDR的方式登陆A股市场。

整体审核继续从严，泛娱乐等行业将继续受到严格监管：2017年下半年以来，证监会对IPO的审核不断趋严，IPO发审会过会率屡创新低。受此影响，IPO申报、发行也不断减少，该趋势在2018年上半年延续了下来。在行业上，泛娱乐等与国家遏制资本“脱实向虚”政策相悖的行业受到更为严格的监管，IPO过会难度较大，预计上述情况在未来一段时间内难以发生根本性变化。

■ 并购重组

将延续2016年以来的监管精神，市场整体趋于平稳，新经济并购占比不断提升：2016年以来，证监会出台了一系列针对并购重组的规定，有效遏制了“忽悠式”、“跟风式”、“炒作式”并购重组。2018年上半年，并购重组市场日趋平稳，不理性并购也不断减少，新经济领域并购越来越多。未来，预计A股重大资产重组市场将更趋理性，新经济领域并购占比将进一步提升。同时我们观察到，2018年上半年A股上市公司以非重大资产重组方式对新经济公司进行投资、并购的频次有了显著提升，上市公司加深新经济领域布局的意愿未来有望进一步提升。

■ 新三板

短期内出台重大改革措施概率不大，市场转好存在较大难度：新三板市场自2017年逐步陷入低谷以来，股转公司不断出台政策，以期解决一、二级市场中的问题，恢复新三板市场的整体活力。但是，新出台的政策尚未触及投资者门槛、连续竞价制度的根本性修改，新三板市场不断下行。在新经济企业登陆A股政策出台及A股二级市场不断走低的大背景下，短期内新三板出台重大改革措施的空间有限，市场走弱的趋势难以得到根本性改变。预计在大的政策红利释放前，新三板市场较难恢复2015-2016年的红火图景。

本报告由易凯资本证券部同事共同完成。

主要参与执笔的易凯同事包括：

江山

肖楠

郝峥

蒋伯彦

朱逸杰