

理性的回归

A 股市场半年报





我们的报告基于 A 股 IPO 和上市公司重大资产重组相关数据，反映一级市场近半年的动向和热度。

IPO 方面，2017 年上半年，申报、审核和发行整体上延续了 2016 年下半年逐渐加快的节奏。IPO 申报企业总家数达 223 家，同比增长约 9%，环比增长约 54%；审核过会家数达 224 家，同比增长约 113%，环比增长约 58%。

易凯关注的新经济行业（具体见下文）IPO 申报和审核增长率均超过市场综合水平。

并购重组方面，受 2016 年下半年以来相关新规的影响，上市公司重大资产重组近半年热度依然不高。2017 年上半年，A 股上市公司披露重大资产重组预案/草案的总数为 123 笔，同比下降约 38%，环比下降约 29%。审核 78 笔交易，同比下降 39%、环比下降 47%。

长期来看，切实以产业整合、产业升级为目的、有利于提升上市公司竞争力及盈利能力的并购行为仍将持续受到监管层鼓励

IPO

2017 年上半年，尽管 5 月后 IPO 整体审核和发行速度略有放慢，但仍延续了 2016 年下半年逐渐加快的节奏。企业申报热情仍然持续，IPO 受理家数（含未过会家数）快速下降后略有上升。IPO 在会审核时间或拉长，另由于“减持新规”的实施导致股东退出时间延长，Pre-IPO 投资应趋于理性。

1、申报

2017 年上半年，IPO 申报企业总家数达 223 家，较上年同期增长了 18 家，增长率约 9%；较 2016 年下半年增长了 78 家，增长率约为 54%。

从 IPO 申报企业的行业看，传统的工业制造、消费品及服务等行业依然占主流；但易凯关注行业（指泛娱乐、高科技、新消费及医疗健康四大行业，下同）中，近半年申报 IPO 的企业数量增加较明显。2016 年下半年以前，文化娱乐行业、新消费以及某些高科技行业为 IPO 监管重点关注、受阻较多的行业，自 2016 年下半年起受 IPO 审核加快的鼓励，该领域申报 IPO 企业家数呈快速增长态势。

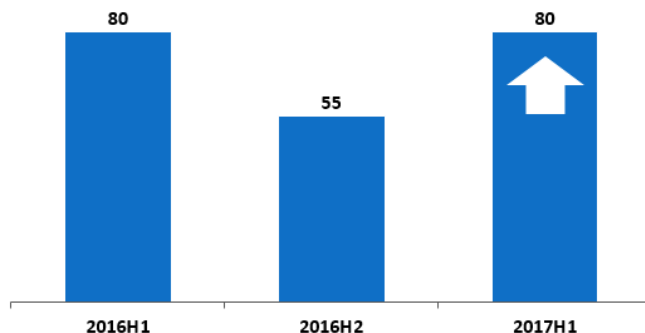
2017 年上半年 A 股 IPO 申报情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

从易凯关注的行业来看，2017 年上半年申报 IPO 的企业家数为 80 家，比 2016 年下半年增加 25 家，增长率为 45%；其中，泛娱乐、高科技、新消费、健康行业的申报企业数量分别为 11 家、22 家、28 家、19 家，较 2016 年下半年申报家数分别增长 57%、16%、87%、36%，泛娱乐和新消费行业的申报增长率均超过了市场整体增长率。

易凯关注行业 2016 上半年、2016 下半年、2017 上半年 A 股 IPO 申报情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

按板块划分看，申报创业板 IPO 的企业数量增长最多，2017 年上半年达 48 家，比 2016 年上半年、2016 年下半年分别增长 60%、100%。其中不乏拉卡拉、开心麻花、值得买等各行业“第一股”在创业板递交了 IPO 申请材料。我们认为，自 2016 年下半年 IPO 审核进度加快后，易凯关注行业的企业申报热情较高，凡是符合 IPO 定量条件的企业都会愿意尝试申报；而创业板作为定量条件相对较为宽松、行业属性更为符合的板块，受到了大多数企业的青睐。

2、审核

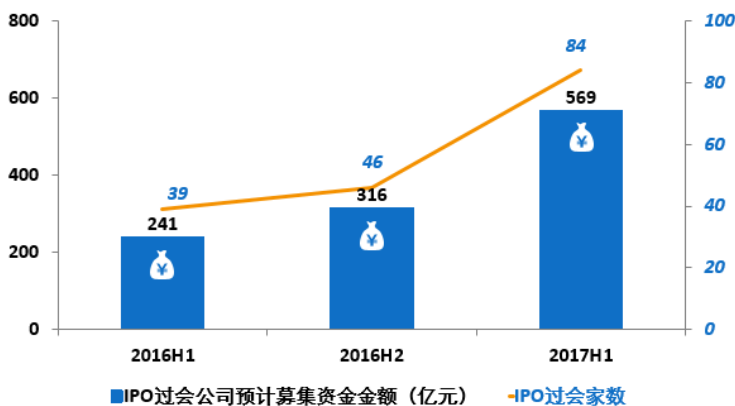
证监会对 IPO 项目的审核过会数量也呈现了明显上升的趋势。2017 年上半年过会家数达 224 家，比上年同期增长 113%，比 2016 年下半年增长 58%；根据过会文件预计的募集资金金额达 1,342 亿元。易凯关注行业在 2017 年上半年过会数量达到 84 家，比上年同期增长 115%，比 2016 年下半年增长 83%，增速高于市场平均水平。其中，共享单车第一股常州永安、基因检测第一股华大基因等纷纷过会。

2017 年上半年 A 股 IPO 过会情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

易凯关注行业 2016 上半年、2016 下半年、2017 上半年 A 股 IPO 过会情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

但 IPO 申报和过会数量的上升，并不意味着监管层降低了 IPO 门槛，申报家数增长的同时，否决率也有所上升。2017 年上半年 IPO 被否家数为 37 家，否决率 14%；2016 年下半年 IPO 被否家数为 11 家，否决率 7%；2016 年上半年被否家数为 7 家，否决率为 6%。监管层对于 IPO 条件中主体资格、盈利能力、财务规范及真实性等硬指标的把握没有改变。2017 年上半年，IPO 被否常见原因包括业务开展合规性存疑、公司控制权不稳定或不清晰、盈利能力不可持续、关联交易依赖程度较大等，被否案例如：圣和药业因存在潜在利益输送及业务不规范的问题 IPO 被否，思华科技因存在股东间股权控制关

系不清晰的问题 IPO 被否，永德吉灯业因存在客户集中度过高的问题 IPO 被否，威士顿因存在对主要客户收入依赖度较大的问题 IPO 被否等。

3、发行

截至 2017 年上半年，共 237 家企业完成 IPO 发行，募集资金金额达 1,167 亿元，发行数量和金额分别较去年同期增长 249%、260%，分别较 2016 年下半年增长 32%、下降 11%；2017 年上半年完成 IPO 发行的公司，平均每家募集资金金额为 4.92 亿元，与去年同期的 4.77 亿元相比有小幅上升，但比去年下半年的 7.27 亿元有明显下降。

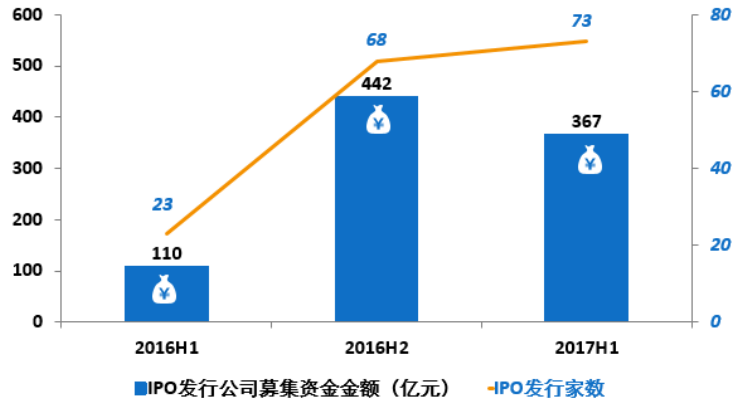
2017 年上半年 A 股 IPO 发行情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

从易凯关注行业来看，2017 年上半年完成 IPO 发行的企业共 73 家，募集资金金额约 367 亿元，发行数量和融资金额分别较去年同期增长 217%、235%，分别较 2016 年下半年增长 7%、下降 17%。其中，泛娱乐行业 IPO 发行企业数量仅为 3 家，募集资金金额 7.2 亿元，较 2016 年下半年的 11 家、134.8 亿元有大幅下降，由此可以看出监管层对此行业的 IPO 放行态度仍然保持谨慎。新消费、高科技及医疗健康行业今年上半年合计有 70 家企业完成 IPO 发行，合计募集 359.8 亿元，高于去年同期的 22 家、104.4 亿元；高于去年下半年的 57 家、307.0 亿元。其中新消费行业的发行热度最高，上半年发行家数达 31 家，募集资金金额达 209.0 亿元，数量和金额分别比去年同期增长 106%、161%，比去年下半年分别增长 55%、80%。

易凯关注行业 2016 上半年、2016 下半年、2017 上半年 A 股 IPO 发行情况



资料来源: Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

虽然 IPO 申报和过会节奏维持了半年多的“提速”，但综合考虑 A 股市场的供需情况、市场走势、上市公司质量、投资者风险等多方面因素，自 2017 年 5 月开始，A 股 IPO 审核、发行逐渐趋缓。5 月 25 日一周，IPO 核准发行批文低于 10 家，IPO 发行减缓。之后连续 7 周，IPO 核准发行家数均少于 10 家。

此外，监管层在企业 IPO 的审核周期中，除考虑 A 股市场的供需情况和承载能力等因素外，还加大了对中介机构勤勉尽责专业程度的要求，同时更加强调严把上市公司质量关，相信这些也是影响 IPO 审核速度的原因。

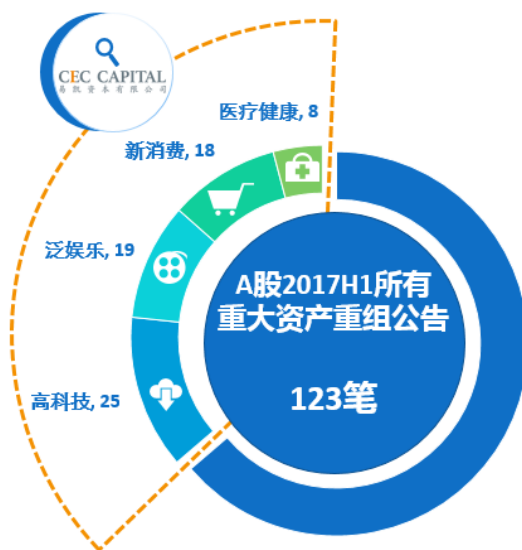
并购重组

自 2016 年下半年起，监管层连续出台关于上市公司非公开发行股票、重大资产重组的监管办法和相关问答，主要包括《上市公司非公开发行股票实施细则》（2017 年 2 月修订）、《上市公司重大资产重组管理办法》（2016 年 9 月修订），避免利用重组配套融资进行利益输送、严查“三方交易”类借壳、防止上市公司借“忽悠式重组”进行炒作，上市公司重大资产重组开始降温。

1、公告

2017 年上半年，A 股上市公司披露重大资产重组预案/草案的总数为 123 笔，较上年同期下降 74 笔，下降约 38%，较去年下半年下降 50 笔，下降约 29%。从重组类型看，非借壳的交易数量为 122 笔、借壳交易数量仅为 1 笔，借壳交易持续降温。我们在今年年初曾经谈到，2017 年的 A 股并购市场仍将保持从严监管的格局，盈利能力存疑、估值虚高、跟风炒作以及“类借壳”的并购将受到较大挑战。如今半年已过，并购重组行为整体向理性回归。

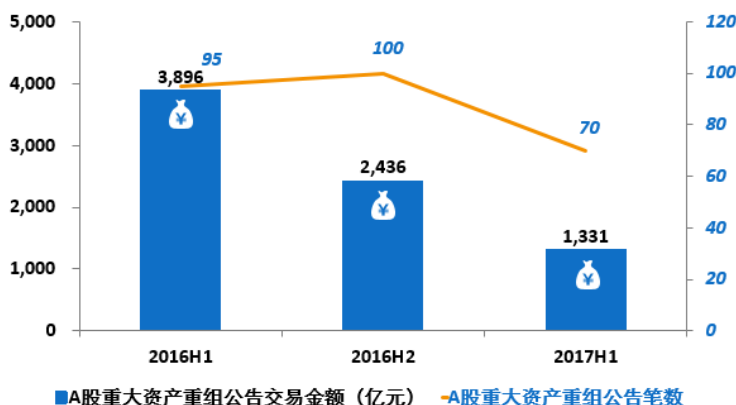
2017 年上半年 A 股重大资产重组预案/草案公告情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

从易凯关注行业来看，以易凯关注行业作为并购标的的交易 2017 年上半年共披露 70 笔，依然占据市场主流，但无借壳交易。披露的交易金额共 1,330.6 亿元。交易数量和金额自 2016 年上半年起均持续下降。具体来看，泛娱乐行业下降幅度较大，交易数量和交易金额降幅分别为 39%和 65%，与监管对于影视、游戏等行业并购重组实施从严监管的态势遥相呼应。

易凯关注行业 2016 上半年、2016 下半年、2017 上半年 A 股重大资产重组预案/草案公告情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

值得注意的是，易凯关注行业交易平均估值倍数（交易估值相对首个承诺年度净利润的市盈率倍数，下同）也下降较多，2017 年上半年平均估值倍数约为 15.1 倍，低于去年同期的 18.1 倍以及去年下半年的 18.8 倍。其中，泛娱乐行业平均估值倍数已降至 13.4 倍，为四大行业中最底，体现了监管趋严后市场审慎的态度。

2、审核

今年上半年，证监会并购重组委共计召开 36 次工作会议，审核 78 笔交易，同比下降约 39%，环比下降约 47%；78 笔交易中，6 个交易未获通过，通过率 92.31%。通过的 72 笔交易中，非借壳交易过会 69 笔、借壳交易过会 3 笔。

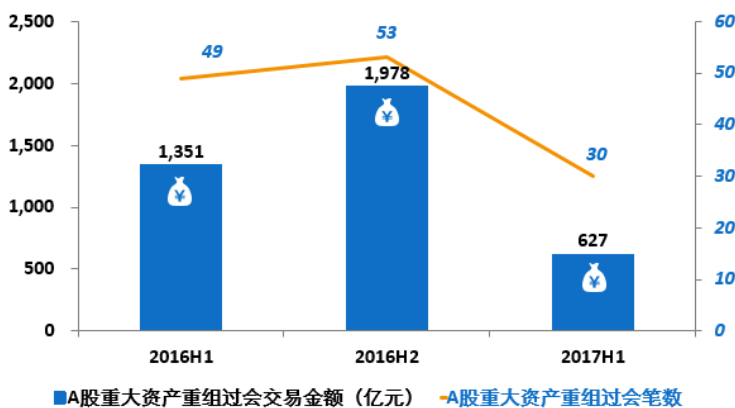
2017 年上半年 A 股重大资产重组过会情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

2017 年上半年，易凯关注行业的重组过会数量达为 30 笔，占全行业的 42%，未过会 3 笔，通过率为 90.91%，交易金额共 626.7 亿元，交易数量和金额自 2016 年上半年起持续下降。

易凯关注行业 2016 上半年、2016 下半年、2017 上半年 A 股重大资产重组过会情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

从估值来看，易凯关注行业交易平均估值倍数约为 13.3 倍，低于去年同期该等行业过会交易的平均估值 18.4 倍、以及去年下半年的 20.2 倍，且低于同期披露交易的平均估值倍数。其中，泛娱乐行业平均估值倍数已降至 10.5 倍，为四个行业中最低。

从泛娱乐行业的过会交易看，交易数量、交易金额、交易平均估值倍数较去年下半年出现的“三降”幅度分别为 58%、81%、36%。说明监管层这一年对游戏、影视等泛娱乐“虚拟经济”资产的严查已显现成绩，未来，只有那些历史业绩真实可靠、盈利能力可持续并且具有核心竞争力的公司才有机会获得较高的估值。

易凯关注行业中，2017 年上半年有 1 家借壳交易成功过会，为贝瑞和康借壳*ST 天仪，数量远低于 2016 年下半年的 6 笔，交易金额也从 1,075.5 亿元下降至 46.0 亿元。从行业看，上半年仅有医疗健康行业的借壳交易过会，而其他行业均无披露的借壳交易、且无审核。

一方面，受监管层对“类借壳”严管的影响，不符合 IPO 条件但会触发借壳标准的企业面临很大不确定性，只有真正符合首发条件的企业才有可能借壳上市成功。另一方面，一级市场的监管趋严导致壳公司的二级市场价值明显回撤，这对那些真正满足借壳条件并迫切需要借助资本市场进行发展的企业是利好，借壳的成本趋于合理，降低了借壳的谈判难度和运作阻力。

3、终止

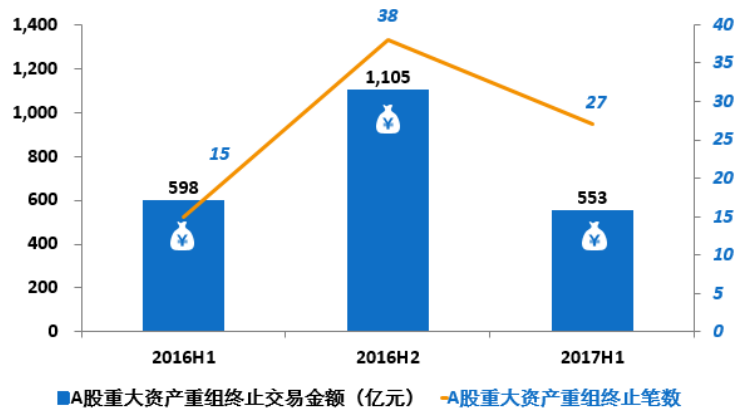
2017 年上半年，有 56 家上市公司公告了终止重组，2016 年下半年的终止家数为 66 家，2016 年上半年为 42 家。易凯关注行业中，有 27 家上市公司于今年上半年终止了重组，涉及交易金额为 553.3 亿元，比去年下半年的 38 家、1,105 亿元有明显减少，一方面说明上市公司对重组项目的态度更加审慎，对于审核风险较大的项目会协商终止；另一方面说明市场逐渐回归理性，太“不靠谱”的项目不会进入预案/方案的阶段。

2017 年上半年 A 股重大资产重组终止情况



资料来源：Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究

易凯关注行业 2016 上半年、2016 下半年、2017 上半年 A 股重大资产重组终止情况



资料来源: Wind 数据库、证监会公告、公司公告、易凯研究



IPO

尽管进入 5 月以来 IPO 发审会及发行批文速度较年初有所放缓，但我们坚信，监管层推进市场化审核机制、逐步过渡至注册制的决心不会改变。对于真正符合 IPO 条件并立志走向资本市场的企业而言，尽快完成申报是必选之路。当然，同时也要做好在会审核时间适度拉长至 2 年的心理准备。对于投资人而言，考虑到“减持新规”的颁布实施，预计退出时间将有所延长，Pre-IPO 投资应趋于理性。

并购重组

我们认为，有利于提升上市公司竞争力及盈利能力的并购行为将持续受到监管层鼓励；而借壳上市、“类借壳”等将继续受到严格监管。往前看，切实以产业整合为目的的并购数量将有所上升，真正具有核心竞争力的、业绩真实并可持续发展的标的估值可能有所提升。

本报告由易凯资本证券部共同完成。

主要参与执笔的易凯同事包括：

江山
郝峥
蒋伯彦

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，我们也并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。