

2018



证 券 部

张弛有度 迈向成熟

2017 年 A 股市场年报

2018.1



2017 年，A 股 IPO 审核的整体提速、日益严格，有助于化解 IPO“堰塞湖”并提升新上市企业整体质地。

虽然 2017 年 A 股重大资产重组活跃度低于 2016 年的高峰，但在 2018 年将有所回升。那些符合产业政策方向、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。

跨境并购活动受外汇管制的影响有所回落。但长期来看，促使中国企业进行海外投资并购的驱动因素依然存在，随着境外投资政策的完善，具有战略意义的、符合监管导向的跨境并购行为将不断发生。

年内新三板市场挂牌和再融资活动低迷，指数探底，但陆续出台的新规有望促使市场整体规范性和交易活跃度的提升。



一、2017 年 A 股市场政策解读

1、IPO

IPO 审核整体提速：2017 年，在推动经济去杠杆、不断增强金融服务实体经济能力、提高直接融资比重政策背景下，IPO 作为服务实体经济的重要手段得到监管支持，审核明显提速。

IPO 审核日益严格：2017 年 9 月，证监会公示新一届发审委名单，自本次发审委上任起，不再区分主板与创业板发审委，新一届发审委上任后审核相较以往更加严格，整体过会率较 2017 年上半年明显降低，过会企业的整体质地有望得到进一步提升。

证监会颁布减持新规，对股东 IPO 后减持进一步限制：2017 年 5 月末，证监会颁布了减持新规，此次修订对于上市公司控股股东、持股 5%以上的股东、董监高、Pre-IPO 股东在二级市场减持进行了全面的规范。大股东、董监高、Pre-IPO 股东的减持周期被拉长，信息披露更加充分，减持行为受到进一步规范。

对市场的影响：

- 1) 受 IPO 提速影响，市场上符合上市条件、具备一定体量同时符合监管导向的优质企业仍将坚定选择 IPO。
- 2) 对于具有一定规模但不符合产业政策的企业，考虑境外上市将是较为实际的选择；对于规模较小、刚刚触及上市标准但持续经营能力易受到质疑的企业，可考虑将被并购作为退出渠道。
- 3) 减持新规的颁布延长了 Pre-IPO 投资的退出周期，将有助于引导 IPO 前的投资行为进一步回归理性。

2、重大资产重组

A 股重大资产重组延续了 2016 年从严监管的态势：2016 年连续出台的重组新规对 A 股市场产生了持续的影响，重大资产重组配套融资的规模、用途及重组上市行为受到更加严格的监管。在此背景下，2017 年 A 股重大资产重组交易整体处于相对低迷的状态，交易笔数及规模较往年下降较为明显。

再融资新规颁布，重大资产重组配套融资受到进一步规范：2017 年 2 月证监会发布再融资新规，其中明确了上市公司重大资产重组的配套融资需按照发行期首日进行定价、发行股份的比例受到限制。新规进一步遏制重组过程中的潜在利益输送，并引导上市公司理性融资、提高资金使用效率。

A 股重大资产重组信息披露准则修订，遏制“忽悠式”、“跟风式”重组：2017 年 9 月，监管层对上市公司重大资产重组的信息披露准则进行了修订，通过缩短上市公司停牌时间、规范减持规则、明确穿透披露标准等一系列措施，遏制“忽悠式”、“跟风式”重组。

监管层对中概股回归 A 股态度出现松动：自 2016 年叫停中概股回归之后，监管层于 2017 年 11 月首次明确表示支持符合国家产业战略发展方向、掌握核心技术、具有一定规模的优质境外上市中资企业参与 A 股公司并购重组；2017 年最后一个交易日，360 借壳江南嘉捷仅耗时 56 天即通过并购重组委审核，标志着中概股回归终有松动迹象。

对市场的影响：

- 1) A 股重大资产重组市场受新规影响，整体仍处于相对低迷的态势，“跟风式”、“忽悠式”及不符合产业政策的并购重组将进一步受到限制。
- 2) 符合国家产业政策、有利于行业整合和结构优化的并购重组将得到监管支持。
- 3) 监管层结束对中概股“一刀切”的监管态度，可能会有类似 360 借壳江南嘉捷的交易再次发生。

3、跨境并购

引导和规范境外投资方向指导意见颁布，明确境外投资行业监管：2017 年 8 月，国务院办公厅转发了进一步引导和规范境外投资方向指导意见，指导意见将境外投资领域的核准/备案监管模式调整为“鼓励发展+负面清单”模式，并将境外投资分为“鼓励类”、“限制类”和“禁止类”。指导意见的出台明确了当下监管机构对境外投资的态度，合规且符合行业监管导向的境外投资将受到鼓励，同时加强境外投资真实性审查、推进境外投资立法等监督管理。

发改委境外投资政策修订，支持、鼓励符合产业政策的境外投资并购：发改委于 2017 年 12 月通过了《企业境外投资管理办法》，新规取消了“小路条”相关规定，同时缩减了需要核准的交易范围、放宽了取得核准/备案的时间点。此外，监管部门还对部分规则的具体操作细节、敏感行业的划分、核准有效期等进行了修订，监管机构对符合产业政策的境外投资并购逐步放宽。

对市场的影响：

- 1) 境外投资并购监管意见相继发布，对于国家鼓励、支持的行业，监管层将进一步简化境外投资并购程序。
- 2) 对于非国家鼓励、支持的行业，境外投资并购仍会从严监管。

4、新三板

新三板挂牌条件及分层标准修订：2017 年 9 月股转公司发布了修订后的挂牌条件适用基本标准指引，指引废止了于 2016 年 9 月施行的挂牌准入负面清单，统一了不同行业企业的挂牌标准，同时对拟挂牌企业申报的财务报表基准日、报告期持续经营记录等进行了规范。指引明确了对拟挂牌公司业务及持续经营能力的要求，有助于提升挂牌企业的整体质地。

分层标准方面，股转公司于 2017 年 12 月末公布了对挂牌企业分层标准及创新层维持标准的修订。在创新层的准入标准上，新规降低了对盈利性的要求，但通过提高营业收入及股本标准，提升了对创新层公司经营稳定性的要求。

新三板股票交易方式变更，引入集合竞价机制：2017 年 12 月末，股转公司发布了新制定的新三板股票转让细则，本次修订新增集合竞价转让方式，同时将协议转让变更为盘后交易方式。

创新层公司信息披露要求从严：信息披露层面，股转公司在 12 月末新制定的挂牌公司信息披露细则中规定，创新层公司需披露季度报告、业绩快报和业绩预告，在财务报告相关的披露要求方面也更接近于上市公司。创新层公司在公众化程度更高、享受优于基础层公司的制度红利的同时，也需要承担更多的信息披露义务。

对市场的影响：

- 1) 2017 年以来股转公司先后对新三板挂牌标准、分层标准、交易方式及信息披露等进行了修订，各项新规的陆续出台有助于新三板市场提升整体规范性。
- 2) 由于当前集合竞价系统并非连续撮合，且投资人门槛尚未进行放宽，因此各项新规能否显著改善新三板市场流动性、提升市场活跃度有待市场进一步检验。

二、2017 年 A 股市场数据汇总

1、IPO

(1) 申报

受益于 2016 年底 IPO 审核政策的利好，2017 年全年 IPO 申报家数保持在较高水平，全年 IPO 申报家数达 412 家，较 2016 年上涨 18%。2017 年上半年，IPO 申报家数为 223 家，下半年有 189 家公司进行了 IPO 申报，申报速度在一定程度上有所放缓。。

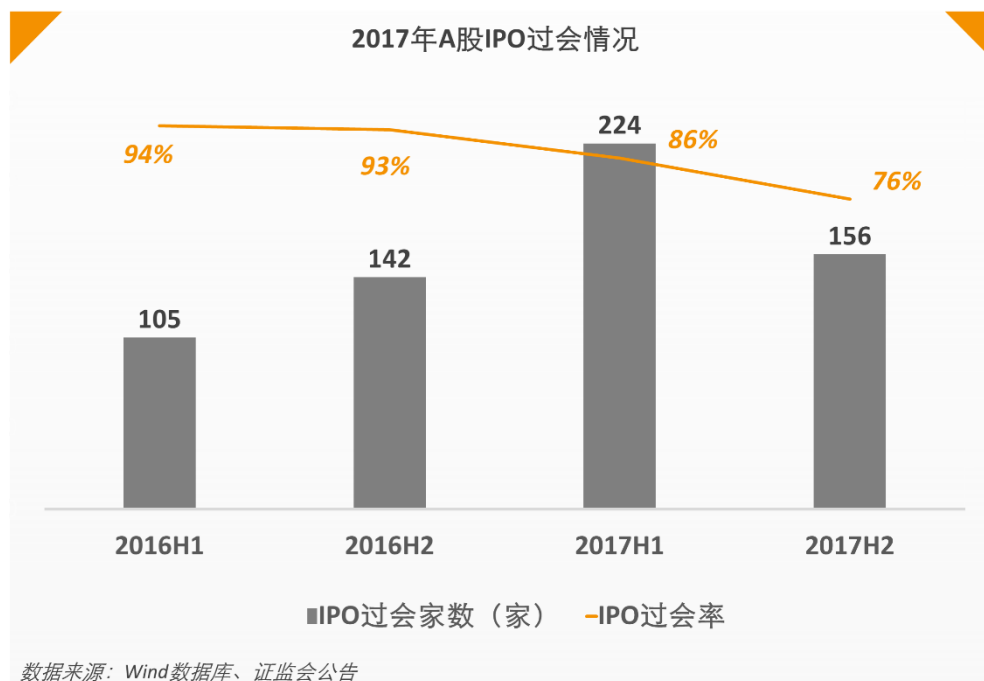


易凯关注行业（包含高科技、泛娱乐、新消费、医疗健康4大新经济行业，下同）的公司，2017年IPO申报137家，基本与2016年135家持平。其中，泛娱乐行业公司由于重大资产重组政策的限制，IPO申报呈大幅上升趋势，2017年申报20家，较2016年上涨54%。

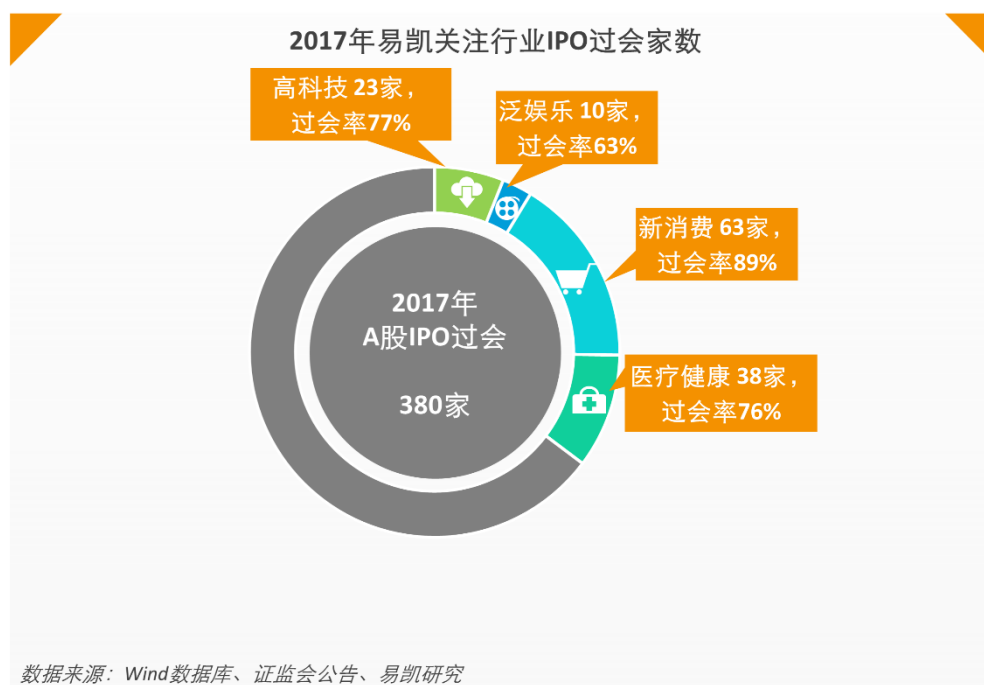


（2）审核

2017年，监管机构坚定的处理IPO“堰塞湖”，全年证监会审核IPO合计466家，较2016年审核家数大为提高，涨幅76%。另一方面，虽然证监会审核速度大为提升，但是审核不断趋严，2017年IPO过会率为82%，较2016年下降11个百分点。特别是2017年下半年新一届发审委上任后，IPO审核更为严格：2017年下半年，IPO过会率仅为76%。

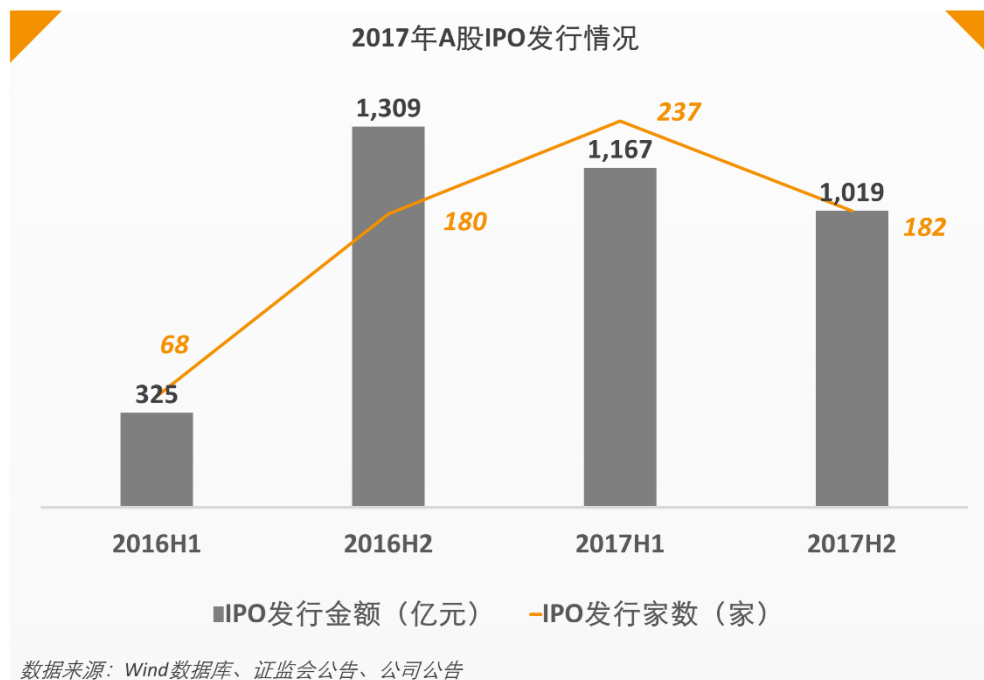


易凯关注行业的公司 2017 年经发审委审核 167 家，过会 134 家，过会率 80%，过会率较 2016 年下降 10 个百分点。其中，泛娱乐行业公司 IPO 监管较为严格，全年过会率仅为 63%，大大低于平均过会率。



(3) 发行

2017 年，A 股 IPO 发行市场较为火爆，全年发行 419 家，共募集资金 2,186 亿元，分别较去年同期上涨 69%、34%。在募集总金额大幅上行的背景下，平均单笔募资金额有所下降，由 2016 年的 6.6 亿元下降至 5.2 亿元。



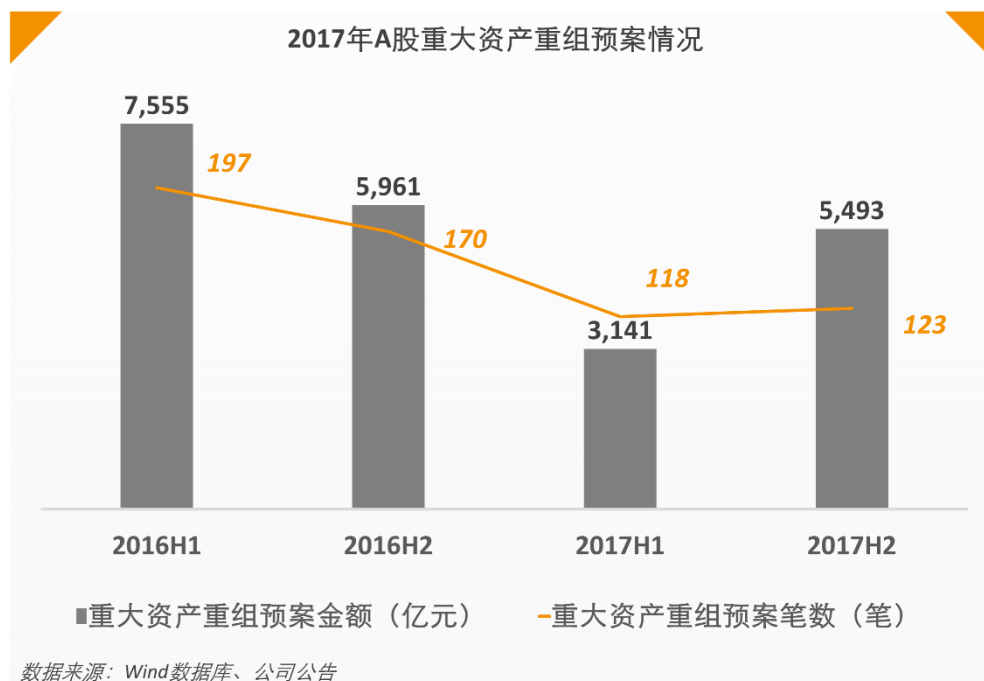
易凯关注行业公司 2017 年 IPO 发行同样表现不俗，全年发行 142 家，共募集资金 741 亿元，分别较去年同期上涨 56%、34%。其中，新消费行业和医疗健康行业公司 IPO 发行最为火爆：2017 年发行家数分别达 61 家、42 家，较 2016 年分别上涨 74%、100%；2017 年发行规模分别达 401 亿元、198 亿元，较 2016 年分别上涨 105%、69%。



2、重大资产重组

(1) 预案

2017 年，A 股上市公司重大资产重组受 2016 年重组新规的持续影响，重大资产重组交易处于相对低迷的状态。2017 年全年，A 股公告预案/草案的重大资产重组共 241 笔，交易规模 8,634 亿元，较 2016 年分别下降 34%、36%。



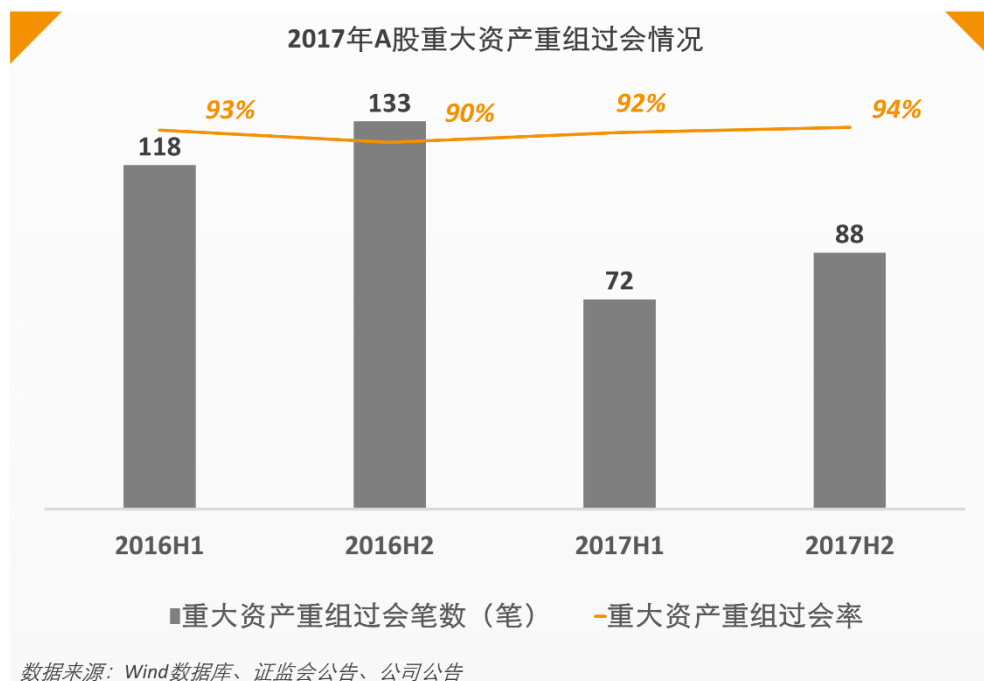
易凯关注各行业 2017 年公告预案/草案的重大资产重组均有所下降，高科技、泛娱乐、新消费、医疗健康行业公告预案/草案的重大资产重组分别为 37 笔、39 笔、33 笔、19 笔，较 2016 年同期分别下降 23%、37%、27%、53%。泛娱乐行业受监管政策影响，市场进行重大资产重组的预期不断降低；医疗健康行业则是由于近年行业内并购火热导致优质标的逐渐减少，且越来越多优质公司通过 IPO 登陆资本市场，上市公司开展重大资产重组的难度不断提升。



(2) 审核

2017 年证监会并购重组委对于重大资产重组的审核频率明显下降，全年仅召开会议 78 次，与 2016 年召开 103 次会议相比，降幅较大。2017 年，证监会共审核 172 笔重大资产重组，较 2016 年下降 37%。2016 年、2017 年过会率分别达 91%、93%，过会率保持稳定。可见，优质资产通过并购重组完成证券化是在目前监管政策下一条较为明确、稳妥的道路。

此外，2017 年底 360 借壳江南嘉捷通过并购重组委审核，为 2016 年监管从严以来第一单中概股回归 A 股案例。

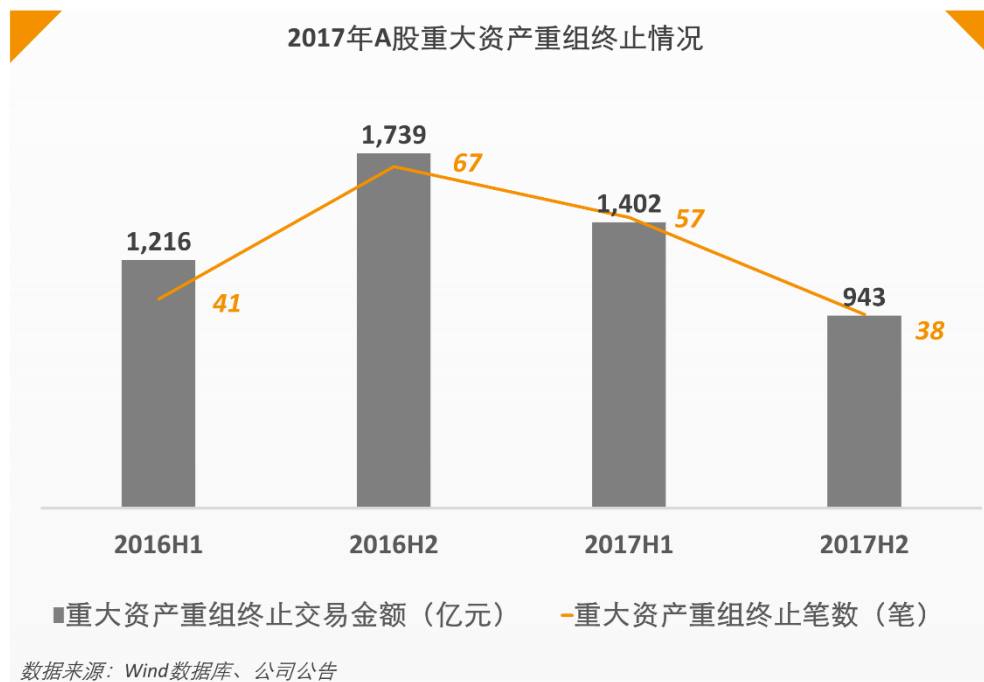


易凯关注行业公司全年过会交易共 59 笔，高科技、泛娱乐、新消费、医疗健康行业过会笔数相较去年同期分别下降 39%、53%、25%、50%。易凯关注行业重大资产重组过会笔数下降趋势与预案笔数下降趋势基本一致。



(3) 终止

2016 年上半年、下半年、2017 年上半年、下半年终止的重大资产重组交易笔数分别为 41 笔、67 笔、57 笔、38 笔。易凯关注行业中，2017 年全年终止的重大资产重组交易笔数为 48 笔，同比下降 9%。



2016 年中重大资产重组监管政策趋严以来，已公告的交易逐渐开始终止，终止的交易于 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，对于审核风险较大的项目会协商终止。



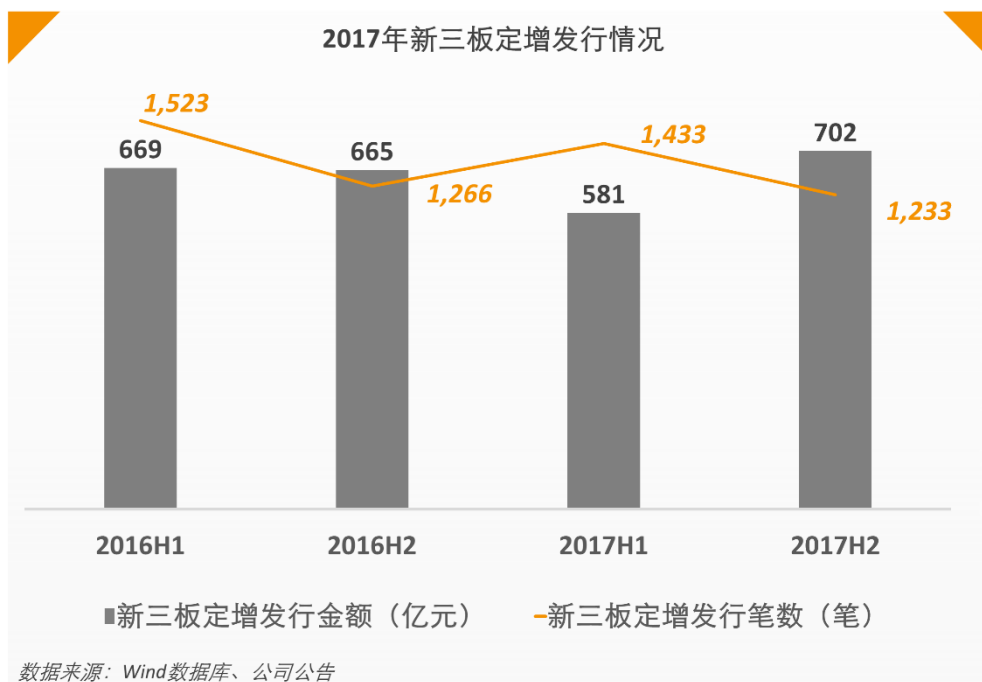
3、新三板

2017 年大部分时间内，基于政策红利没有出现且市场交投持续不活跃，新三板市场新增挂牌数量骤降，由 2016 年的 4,734 家下降至 2,147 家，降幅高达 55%；2017 年上半年比较来看，新增挂牌数量下降趋势也非常明显，2017 年上半年、下半年新增挂牌家数分别为 1,282 家、865 家，环比下降 33%。由于市场已经积累出过万家挂牌公司，定增金额没有明显降低，2017 年新三板挂牌公司定增合计募资 1,283 亿元，较 2016 年下降 4%。

2017年新三板新增挂牌情况



2017年新三板定增发行情况



新三板中易凯关注行业公司受市场影响，新增挂牌有一定程度下降。新增挂牌方面，易凯关注行业 2017 年完成 960 家，同比下降 43%。但是，易凯关注行业公司新增挂牌数在当年全部新增挂牌公司中占比由 2016 年的 36% 升至 2017 年的 45%，新经济公司逐渐成为新三板新增挂牌的主力军。定增方面，易凯关注行业公司 2017 年完成募资 608 亿元，较 2016 年上升 15%。2017 年，易凯关注行业的公司平均单笔定增金额约 0.5 亿元，所有定增交易中仅 10% 的交易金额在 1 亿元以上，定增金额普遍较低，可见新三板定增市场的主流仍是中小企业。



三、展望

1、IPO

IPO 审核速度持续加快，审核继续从严：监管层将继续推进市场化审核机制，IPO 的审核速度将延续 2017 年的水平，但审核标准不会降低，尤其对企业的持续盈利能力将从严把握。

港股推行重大改革举措，对新经济公司吸引力进一步提升：港交所今年出台了一系列改革措施拥抱新经济公司，包括允许同股不同权架构的新经济公司、尚无收入的生物科技公司于主板上市、允许符合条件的新经济公司赴港第二次上市。我们预计，香港市场将于 2018 年快速落实这些新规，并且完善相应的配套指引。另外，两地监管机构也将进一步推广 H 股“全流通”工作，“成熟一家，推出一家”。

2、重大资产重组

重大资产重组的活跃程度将有所上升：标的所属行业符合政策方向、有利于提升上市公司核心竞争力的重大资产重组仍会受到监管层的支持，活跃度将有所上升。

少数符合监管导向的优质中概股企业将走向回归 A 股之路：预计在未来较短时期内，监管层对中概股回 A 仍将保持一事一议的原则。只有少数符合监管导向、掌握核心技术、有规模的优质中概股企业可能选择回归 A 股。

部分领域可能受到更加严格的监管，重组活动将更加规范：盲目的跨界并购、类借壳以及与实体经济相关度较低的行业，仍将受到严格监管。

3、新三板

短期内不会再出台新规：2017 年底密集出台的新规，预计能够给市场带来一些积极影响。新规实施后，监管层应该会允许市场运行一段时间，观察市场流动性和活跃度的变化。

投资者门槛降低、连续竞价等制度有待进一步研究：新三板市场的各项机制仍需要进一步完善，以提升市场活跃度并保护投资者利益，降低投资者门槛、推出连续竞价制度等仍有待进一步研究。

四、一些建议

1、新经济企业退出方式的选择

- 1) 符合上市条件、具备一定规模体量、符合监管导向的企业仍可首选 A 股 IPO。
- 2) 新经济属性明显、短期内无法达到 A 股上市条件的企业，赴香港上市或将成为最佳选择。而美股市场受投资人偏好等众多因素影响，除非拟上市企业在美股能找到表现非常好的可比公司、市值足够大或者市场足够国际化，否则美股市场应该越来越不会成为中国公司海外上市的首选。
- 3) 规模体量不大、或在行业内并不靠前、或自身发展空间有限的企业，若行业属性符合政策方向，可以选择 A 股并购退出；或者在一级市场多待一段时间，通过一级市场融资做大业务，今后再选择 IPO 可能更有意义。

2、企业退出前的资本结构选择

- 1) 选择 A 股 IPO 的企业，将保持境内注册上市主体并保证股权架构符合 A 股上市要求。
- 2) 选择美股 IPO 的企业，红筹架构（以及红筹架构下的 VIE 结构）将是理想选择。
- 3) 选择港股 IPO 的企业，若企业短期内已可以符合相关上市条件，可选择红筹架构（以及红筹架构下的 VIE 结构）；若距离上市还有相当一段时间，则可考虑 H 股上市的方式，毕竟 H 股全流通可期待，还可保留回归 A 股的灵活性。

3、投资人可选择在 Pre-IPO 阶段减持

对于投资人而言，考虑到 A 股减持新规的颁布实施，IPO 后退出时间将有所延长，一些投资人可考虑在被投资企业 IPO 申报前 6 个月的更早时间就减持一部分老股。

4、新三板挂牌企业应做大做强主营业务，迎接未来红利政策

暂时不符合 A 股或海外上市条件的企业，新三板不失为一条过渡路径。已登陆新三板并有能力晋级创新层的公司，应继续做大做强主营业务，未必着急“转板”，期待相关政策红利的进一步释放，下一步改革的受益者必定会从创新层公司中产生。

本报告由易凯资本证券部完成。

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。