

2018



证券部

新经济 IPO 路径图

A 股“独角兽新政”解读

2018.4

新经济IPO路径图--A股“独角兽新政”解读 | 【易凯快解读】

原创 2018-04-04 证券部 易凯资本



摘要

2018年3月30日，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》（以下简称“新经济新规”、“新规”），提出了创新企业境内发行股票或存托凭证试点的各项制度框架；同时，证监会就《关于修改<首次公开发行股票并上市管理办法>的决定》公开征求意见（《首次公开发行股票并上市管理办法》在下文简称“《首发办法》”），并印发2018年度立法计划，将继续推动配合全国人大有关部门做好《证券法》的修改。

针对上述一系列新经济政策，我们认为相关新规将会带来如下影响：

- 新经济新规将点燃新经济公司进入A股市场的热情。
- 对于资本架构而言：
 - 境外架构（红筹/VIE）将有助于新经济企业保持未来在A股、港股、美股IPO上市的最大灵活性；
 - 境内架构（内资/JV）的新经济企业仍将保留登陆A股或以H股形式登陆港股的可行性，企业若希望拓宽未来退出路径（如美股），也可选择调整为境外架构。
- 对于投资人而言：
 - 对于美元投资人而言，无论是投资境外架构（红筹方式）还是境内架构（JV方式），由于A股同时接受两种架构下新经济企业的IPO申请，退出便利性都将得到较大提升；
 - 对于人民币投资人而言，由于新经济企业A股上市的盈利要求及未弥补亏损限制得到放开，其投资的境内架构企业退出便利性将显著提升；若以ODI方式投资境外架构企业，则可选择在境外或在A股IPO，退出路径选择更多。

新经济新规的出台及《首发办法》的修订在市场上引起了热议，下面，我们将针对市场上重点关注的问题作出解读。

Question	1
----------	---

A股资本市场道路是否
已对新经济公司开通？

新经济新规以优质的新经济公司作为试点，有计划地推动试点公司登陆A股，明确了新经济公司的认定标准，凡是符合标准的新经济企业，可以享受登陆A股的相应便利。

新经济新规中认定新经济公司的标准为：

- 行业：互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。
- 已上市的红筹企业：市值不低于2,000亿元人民币。
- 未上市的企业（包括红筹和境内注册企业）：
 - 最近一年营业收入不低于30亿元人民币且估值不低于200亿元人民币；
 - 或者营业收入快速增长，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。

新经济新规中赋予新经济公司的重要权利包括：

- 允许新经济红筹企业按程序在境内资本市场发行存托凭证上市；存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，应在招股书中披露。
- 具备股票发行上市条件的新经济红筹企业可申请在境内IPO。
- 境内注册的新经济企业可申请在境内IPO。
- 新经济企业在境内IPO的，可不适用《首发办法》中对连续盈利和不存在未弥补亏损的要求。

新经济企业的认定细则和具体实施标准，还需要监管机构和行业主管部门协调执行。

Question	2
----------	---

对于新经济创业公司， 如何选择资本架构和退出路径？

随着新经济新规出台、上市条件放宽、利好政策落地，A股监管层和市场对于优质新经济公司的接纳和理解将有较大提升；优质新经济公司在A股也将受到投资者的追捧，估值预期乐观。因此若创业公司可以满足新经济新规的认定标准，A股将成为创业公司登陆资本市场的首要选择之一。

在资本架构和退出路径的选择上：

- 鉴于红筹架构（含VIE架构，下同）可在A股、港股、美股直接上市，若创业公司已搭建红筹架构，我们建议继续保留，这样公司可保持在A股、港股、美股IPO的最大灵活性。
- 若创业公司目前是人民币架构，过往A股IPO对于盈利和累计未分配利润的限制已经解除，更应综合考虑市场估值水平、可比公司、投资人对公司行业的认可度、自身业务能否被当地投资人充分了解等因素，决定是否调整资本架构和退出路径：
 - 若公司更适合A股市场，则该架构可以保留，未来选择A股IPO；
 - 若公司更适合港股或美股市场，则需要搭建红筹架构，赴香港或者美国上市；当然，也可以考虑保留人民币架构发行H股，未来还有回归A股实现A+H两地上市的可能性。



投资人未来退出
是否更为便利？

新规出台的同时，《首发办法》修订也被提上日程，这为符合新规认定的新经济企业，在不连续盈利或存在未弥补亏损的情况下进行A股IPO创造了条件。无论是对美元投资人或人民币投资人，《首发办法》的修订都能带来相应的退出便利。

对于美元投资人：

- 新经济新规颁布之前，若美元投资人投资红筹架构，只可选择在境外IPO退出；若投资JV架构，则只能选择A股IPO^[1]，且难度较大。
- 新经济新规颁布后，若美元投资人投资红筹架构，可保留公司未来在A股、港股、美股直接IPO的灵活性，退出更为便利；若投资JV架构，A股IPO的难度大大降低，也有利于在A股IPO后退出。

对于人民币投资人：

- 新经济新规颁布之前，投资于境内注册新经济公司的人民币投资人通过A股IPO实现退出难度较大，而投资红筹架构企业只能于境外IPO。
- 新经济新规颁布之后，投资于境内注册新经济公司的人民币投资人，通过A股IPO退出的预期大大提高；以ODI方式投资于红筹架构的人民币投资人，可以选择在境外或在A股IPO，退出路径选择更多。
- 但人民币投资人以ODI方式投资红筹架构并在A股退出，当前实行的换汇程序极为繁琐，未来可能得到进一步简化：
 - 目前，人民币投资人投资红筹架构，需要经历ODI审批→换汇出境投资→境外IPO→以美元退出→换汇人民币的退出路径；
 - 新经济新规颁布后，若红筹架构新经济企业在A股IPO，按照当前的政策，人民币投资人需要经历ODI审批→换汇出境投资→红筹企业境内IPO→外资股人民币退出→专用账户换汇美元出境→换汇人民币的退出路径。我们期待，未来在A股IPO时，投资红筹架构企业的人民币投资人可以享受程序上的优待，无需经历上述繁琐的过程，退出路径更为便捷。

[1]暂不考虑H股上市；当前H股全流通尚未实施，且新经济公司极少选择H股上市。



新经济新规中有哪些 需要进一步明确的事宜？

我们认为，新经济新规中需要进一步明确的事宜包括：

- **行业认定需要进一步明确。**对于新经济公司所属行业，新经济新规已列出了“互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药”7大行业，鉴于这些行业与证监会行业分类尚不能一一对应，一家公司是否属于上述行业的界定标准仍待进一步细化。细化方式有可能参考创业板推出时证监会出台的《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》，明确了支持和仍需论证的行业。
- **对于估值的认定方法需要进一步明确。**对于未上市新经济企业，要求有不低于200亿元人民币的估值。对于200亿元人民币估值的认定标准，市场上讨论较多，判断标准是以一级市场上一轮投后估值为准，还是以专门的评估报告为准，尚未有定论。我们猜想，若200亿元人民币估值的判断以一级市场估值为准，有可能参照港股，引入“资深投资者[2]”概念，即只有“资深投资者”投资过的公司（不只是象征性投资），其一级市场估值才能被证监会认可。

- **定性认定如何执行，需要进一步明确。**对于未上市新经济企业的认定，设置了可不适用“30亿元人民币营收及200亿元人民币估值”的标准，即满足“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”也可被认定为新经济企业。我们认为，认定标准可能参考那些在行业中具有领先地位的企业，具体执行细则尚待监管予以明确。

[2]港股“资深投资者”即综合考量投资者的净资产或管理资产、相关投资经验以及相关投资领域的知识、专业技能等方面因素后，由联交所认定其具备丰富经验的投资者。



《首发办法》预计何时可以 完成修改正式生效？

参考《上市公司重大资产重组管理办法》最近一次的修订节奏，从征求意见到正式实施不到3个月的时间。《首发办法》自2018年3月30日开始征求意见，我们预计，有相当可能性在2018年6~7月完成正式修订并实施。

附录：新经济新规政策背景及具体政策

一、政策背景

2018年3月30日，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，提出了创新企业境内发行股票或存托凭证试点的各项制度框架。

同日，与新经济新规相配套，证监会发布了关于就《关于修改〈首次公开发行股票并上市管理办法〉的决定》公开征求意见的通知，拟对《首次公开发行股票并上市管理办法》中创新企业境内发行股票的条件作出修改，意见反馈截止时间为2018年4月30日。

与此同时，证监会印发了2018年度立法计划，拟改革完善发行上市制度、修改《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，并将继续推动配合全国人大有关部门做好《证券法》的修改。

二、创新企业境内发行股票或存托凭证的具体政策

根据新经济新规及修订版《首发办法》的规定，创新企业境内发行股票或存托凭证的具体政策如下：

1、试点企业的标准

试点企业的标准		
序号	类别	具体标准
1	总体方向	符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高
2	行业方向	属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业
3	已上市企业认定标准	已在境外上市的大型红筹企业，市值不低于2,000亿元人民币
4	未上市企业认定标准	尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业）： （1）最近一年营业收入不低于30亿元人民币且估值不低于200亿元人民币；或者 （2）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
5	后续细则	试点企业具体标准由证监会制定

- 对于已上市的新经济公司，截至2018年3月30日收盘，市值超过2,000亿元人民币的仅有腾讯、阿里巴巴、百度、京东、网易5家。
- 对于未上市的新经济公司，根据财新智库莫尼塔的统计，估值200亿元人民币以上的不足40家。但是对于估值如何认定，需要证监会进一步厘清。

2、试点企业的认定

证监会将针对试点企业的认定成立科技创新产业化咨询委员会（以下简称“咨询委员会”）。咨询委员会由相关行业权威专家、知名企业家、资深投资专家等组成，按照试点企业标准，综合考虑商业模式、发展战略、研发投入、新产品产出、创新能力、技术壁垒、团队竞争力、行业地位、社会影响、行业发展趋势、企业成长性、预估市值等因素，对申请企业是否纳入试点范围作出初步判断。

证监会以此为重要依据，审核决定申请企业是否列入试点，并按照法律法规受理审核试点企业发行上市申请。

3、试点企业的权利

试点企业的权利

序号	试点企业类型	具体权利内容
1	所有类型试点企业	均可： (1) 募集的资金可以人民币形式或购汇汇出境外，也可留存境内使用 (2) 境内IPO无需满足连续盈利的要求 (3) 境内IPO无需满足“最近一期末不存在未弥补亏损”的要求
2	试点红筹企业	(1) 在境内资本市场发行存托凭证上市；可存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排，需要在招股书中披露 (2) 具备股票发行上市条件的，可申请在境内发行股票上市
3	境内注册的试点企业	符合股票发行上市条件的，可申请在境内发行股票上市

4、投资者保护

对试点企业投资人的保护主要有以下3点：

- 尚未盈利试点企业的控股股东、实际控制人和董事、高级管理人员在企业实现盈利前不得减持上市前持有的股票。
- 发行存托凭证的，应确保存托凭证持有人实际享有权益与境外基础股票持有人权益相当，由存托人代表境内投资者对境外基础股票发行人行使权利。
- 投资者合法权益受到损害时，试点企业应确保境内投资者获得与境外投资者相当的赔偿。

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。