

注册制推进 A 股市场新常态

2014 年 11 月 30 日

核心观点

- ❖ **注册制重披露，轻审核，司法保障必不可少。**美国、香港的注册制在证监会层面是形式审核，在交易所是实质审核，其中美国存在多套标准，而香港标准较低，更加强调披露。目前中国的新股发行仍是审核制，由证监会进行实质性审核，且有严格的盈利和合规性标准。司法保障方面，美国和香港制度较完善，中国在退市制度（已推出新版本《退市意见》）和司法诉讼等方面仍有极大的提升空间。
- ❖ **注册制草案已经成型，正式推行仍需时日。**我们初步推断注册制会在 2015 年逐步推出，并且不会向整个市场全面推行，更大的可能是创业板进行分层，形成一个新的板块推行注册制，目前来看最有可能的是新三板已经挂牌的优质公司，或者高科技为盈利公司在新三板挂牌 1 年以后，直接转板至创业板。
- ❖ **受此预期影响，当前 A 股中的中小票走势或加剧分化。**叠加退市常态化、“壳资源”价值逐渐归零、监管层加强对以市值管理为名违规炒作股价行为的打击等因素，今年受到热炒的高估值、小市值、缺乏业绩支撑的绩差股的调整压力恐将进一步加大。投资建议则可关注与国务院常务会议提出的“加快发展民营银行”、“互联网金融”等相关概念股的主题投资机会。



基金管理总部

基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

基金经理 袁波

电话：021-68591611

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

基金经理 杨朦

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

主笔研究员 陈昱

电话：021-68591608

邮箱：chenyu@zongyiholding.com

联络人 刘莉华

电话：021-68591612

邮箱：liulihua@zongyiholding.com

注册制推进 A 股市场新常态

在 2014 年 11 月 19 日的国务院常务会议上，李克强总理要求抓紧出台股票发行注册制改革方案，并提出多个改革具体方向。会议要求取消股票发行的持续盈利条件，降低小微和创新企业上市门槛，要求建立资本市场小额再融资快速机制。随后证监会官方宣布已经牵头完成了注册制改革方案初稿，将于 11 月底之前上报国务院，虽然正式推行注册制尚需等待《证券法》的修订，但注册制大方向已经确定，改革正稳步进行。

1. 注册制重披露，轻审核，司法保障必不可少

美国、香港等地的证券市场均实行注册制，其对于信息披露、退市制度、审核形式等要求已经十分成熟，且各有特点。具体如下表所示：

	方面	美国	香港
注册的核心	证监会负责进行形式审核	审查公司披露的资料是不是符合规定	重点在于申请材料是否符合《证券及期货条例》及其配套规则的规定，关注招股说明书的整体披露质量以及该证券的发行上市是否符合公众利益
	交易所进行实质审核	通过量化的指标进行，不同的市场有多套标准，只要符合其中一套即可上市	申请材料是否符合《上市规则》和《公司条例》的规定，旨在确保投资者对市场的信心，其背后的核心理念是保护所有股东的合法权益
注册的背景	司法保障	SEC 有专门的执法部门，2013 年 SEC 总成本 13.3 亿美元，执法成本 4.5 亿美元。	1) 调查人员享有广泛的调查权力、多样化的调查手段以及对妨碍调查行为的强有力的惩戒措施，以确保调查的顺利进行； 2) 调查活动必须严格依照法定程序进行，以避免调查权力滥用，保护调查对象的合法权益。
	中介机构责任归位	注重品牌建设和维护，基本都能切实履行职责，对于防范证券欺诈发挥了不可替代的作用	
	健全的退市制度	纽交所每年大约有 6% 的公司退市，纳斯达克的退市率为 8%	2014 年截至 10 月底，退市公司数 13 个。

近日，中国证监会正式发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，并与 11 月 16 日起正式实施。我们认为正如美国和香港市场一样，退市制度是注册制的前提，股票发行市场的市场化不仅是进入市场的市场化，也是退出市场的市场化。强制退市制度的完善，有助于降低和消除垃圾股票“壳资源”的价值，从而防止市场对垃圾股票的恶意炒作，造成“蓝筹下地，垃圾升天”的畸形现象，从而构建新的市场秩序，形成良性循环。

注册制改革前提	原因	中国改革进度
证券法修订	实行注册制的法律保障	2015年6月才能完成
稽查力度和执法力度加强	后续执法能力必须得到保障	执法力度的加强需要时间，完善制度、人力、组织的安排。
成熟具有分辨力的投资者	并不是说投资者必须要树立打新未必赚钱的意识，在美国，购入新股绝大部分也都是赚钱的。市场需要的是能够合理给新股定价的投资者，目前的投资者只会采用单一的市盈率估值法，这个估值方法对尚未盈利的公司是失效的，并且一旦放开竞价机制，大多询价机构为了中签，大多高报价格，形成破发风险。	市场是存在具有分辨能力的理性投资者的，但是这只是众多投资者中的一部分，所以如果要实行注册制，可以采用一定的标准（比如机构、投资规模、投资年限等）把这类投资者识别出来，让他们先参与试点。
成熟的投行	需要建立机制，使得投行与保荐人考虑的不是在一单业务上赚更多的利润，而是建立声誉获得更多拟上市公司与投资人的认可，由于投资者会存在高报价格的冲动，所以投行合理的进行引导约束才能保障新股发行做到多赢。我们认为在起始阶段，仍然需要证监会对投行约束。	培育需要过程
退市制度改革	形成有进有出、优胜劣汰的良好市场，不会导致太大的扩容压力。	2014年10月15日发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，证监会将指导沪深交易所进一步严格落实退市工作责任，严格落实退市制度的规范要求，近期沪深交易所将发布修改后的上市规则及退市改革配套细则，从操作层面对上市公司退市有关问题予以明确。

2. 注册制草案已经成型，正式推行尚需时日

虽然证监会已经官方表态，宣布注册制草案将于 11 月底报送国务院，但由于修改证券法仍然需要通过多次人大会议审议，因此注册制执行最快可能要到 2015 年下半年。从国务院常务会议的表述来看，未来推行的注册制可能先从创业板开始试点，持续盈利指标放松后，大批量低盈利、高成长的新兴成长公司将得以上市。

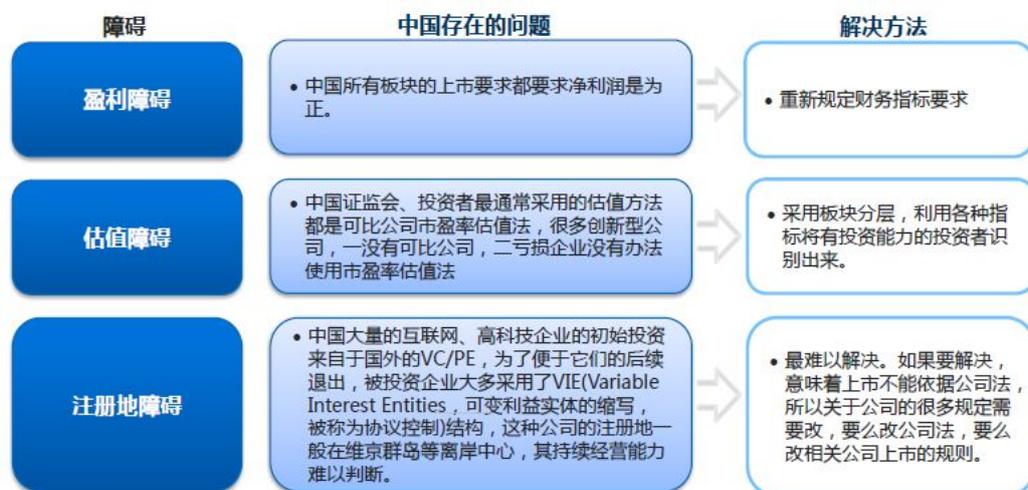
截至 2014 年 11 月 12 日，已通过发审会的公司 35 家，其中主板 14 家，中小板 10 家，创业板 11 家；在会的 IPO 申报受理的企业共有 560 家，终止审核家数为 138 家（终止审查共四种情形：一、申请文件不齐全；二、发行人主体资格存疑；三、对发行人披露信息存在质疑；四、其他）。

		主板	中小板	创业板	总数
已通过发审会		14	10	11	35
正常审核公司家数	暂缓表决	1			1
	预先披露更新	12	12	8	32
	已反馈	62	36	82	180
	已受理	167	68	112	347
		246	116	202	560
中止审核公司家数	情形一	5	3	5	13
	情形二	4	2	4	10
	情形三				0
	情形四	1		1	2
终止审核家数		10	5	10	25
					138

在 560 家在会企业中，新兴行业占比大幅度上升，计算机、通信、软件公司占比 18%，医药公司 6%，传媒公司 6%。

序号	行业	公司数	占比	序号	行业	公司数	占比
1	机械	96	17.1%	14	汽车与零部件	13	2.3%
2	化工	58	10.4%	15	交运	12	2.1%
3	计算机、通信、其他电子设备制造	55	9.8%	16	银行	11	2.0%
4	软件和信息技术服务业	45	8.0%	17	非银	9	1.6%
5	建筑	34	6.1%	18	有色	8	1.4%
6	医药制造业	34	6.1%	19	钢铁	8	1.4%
7	电气机械和器材制造业	32	5.7%	20	环保	7	1.3%
8	传媒	32	5.7%	21	石油化工	7	1.3%
9	轻工	24	4.3%	22	公用事业	6	1.1%
10	商贸	17	3.0%	23	农业	5	0.9%
11	纺织服装	16	2.9%	24	旅游	2	0.4%
12	食品饮料	15	2.7%	25	房地产	1	0.2%
13	建材	13	2.3%				

我们认为高科技低盈利（或未盈利）公司是有可能回归 A 股，但仍然存在很多障碍，不能期待注册制的推行在短时间内实现大量该类型企业上市。其中最困难的是高科技未盈利公司有很多在成立初期接受了来自海外的 VC/PE 的投资，为了便于这些投资者后续的推出，这些被投资企业在境外成立的实体，这些实体通过协议控制国内的业务实体在国内上市的合规性审查时存在一定障碍（即去红筹架构）。具体障碍如下图所示：



3. 受注册制推行预期影响，当前 A 股中小票走势或分化

在很长一段时间内，围绕着转型和重组的过分炒作维持了股市的活跃度，特别是短周期向下，基本面恶化的背景下，业绩较差但有充分重组预期的股票屡遭爆炒。但是代价是在资本市场市场化推进方面可能有所延后，这一点从今年股市限制扩容、以及发售制度对于价格的控制可以体现出行政化依然是主流。但是真正的长牛慢牛是需要制度基础作为保障的，因此注册制推进和市场化建设终将是根本。也就是说这种以维持短期市场活跃的制度安排终究需要向长期的市场化建设方面进行过渡。近期监管层提出注册制和《证券法》修改或在年内推出，加上此次《退市意见》的推出，可能会对当前围绕着 ST 股和绩差股进行转型重组预期

炒作的热情产生冲击。

基于我们对于经济周期的准确定位，2014 年 Q3 是周期的高点，经济数据恶化并确认周期位置之后，市场热点将是穿越短周期的成长与改革，但是随着四中全会、沪港通等落地，市场运行将从周期高峰迈向改革预期高峰，世界资本市场的表现对于全球范围内经济周期的回落的确认将让市场面临回调的压力。9 月 30 日的房地产新政，正是在需求不足通缩压力面前经济即将进入下行期的信号，而三季度美元持续走强，世界金融市场的血雨腥风体现了世界经济周期错位下资本流动的规律。因此本质上目前的操作策略是**防止多方面因素共振使得股市风险意识的提升，因此在配置上要降低单纯主题类股票的配置，增加业绩确定型股票的配置。特别是在近期例会上提到的民营银行、互联网金融等热点话题，尤为值得关注。**

从长期资本市场建设来看，此次退市制度的明确对于中国资本市场制度建设来说是重大利好。尤其将其与全国股转系统的建设、并购重组市场化建设、股市长期资金引入等制度安排结合在一起进行观察，更能明确其推出时为注册制的最终推出奠定制度基础。从长期看，有利于为中国经济在经济结构进一步调整以及风险进一步释放后，经济再次复苏迎来的股市繁荣奠定较好的资本市场制度环境。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.
