每周证券 Securities weekly

IPO审核维度正向深层次延伸

今年以来通过率仅36%,否决率升至49%。合规经营、内控有效、信息披露、 关联交易等成为审核要点

□ 王雪青

随着1月24日IPO发审会"过 1缓1否3"的结果出炉,IPO审核通 过率滑入历史性低谷。据统计,截 至1月24日,今年发审会计划审核 39家公司的IPO申请,其中14家获 得通过、19家被否决、3家暂缓表决, 另有3家在上会前临时取消审核甚 至撤回IPO。至此,今年以来IPO通 过率降至36%,否决率升至49%。

市场人士表示,从近期发审会记 录可以看出,净利润指标不再是企业 的"护身符",审核维度正向深层次延 伸,例如,合规经营(常见生产资质和 环保问题)、内控有效、信息披露、关 联交易,以及以毛利率异常为突破口 的财报真实性问题等,均为审核要 点;会计审核甚至关注到"原始财报 和申报财报的差异"。

剖析 14家 IPO 过会公司的特

征,也是观察与了解审核趋势的重 要角度。在近期过会的企业中,有 的公司高达70%甚至99%的销售收 入来自境外,个中传递出的信息值

多家过会企业境外收入 占大头

境外收入占比高是企业IPO审 核的重点。锋龙电气作为1月23日 发审会"否6过1"的唯一"幸运儿", 七成以上销售收入来自境外,无疑是

据证监会披露的审核意见,锋龙 电气外销收入占比70%以上,公司 主要客户集中在美国、意大利等欧美 发达国家和地区;公司对前五大客户 的销售额合计占当期营业收入的比 例分别为78.70%、76.57%、72.22% 和64.51%,且前五名客户均为境外 客户。发审委要求公司说明,报告期

各期出口收入、海关数据是否一致, 与退税数据之间的匹配关系;主要海 外客户与发行人及其主要股东、关联 方是否存在关联关系及资金往来等。

虽然净利润规模不大,但是公司 产能饱和急需扩产的经营现状,或是 一个"加分项"。公司表示,报告期内 公司主要产品的平均产销率达到 99%以上,平均产能利用率为 98.04%。本次IPO募投项目拟新增 一倍以上产能,如能顺利实施,募投 项目的达产将逐步缓解公司面临的 产能不足问题。

1月9日过会的中源家居,外销 收入占比更是高达99%。中源家居 主要为欧美等境外生活家居批发 商、零售商提供OEM/ODM产品, 报告期各期,公司直接出口的外销 收入占同期主营业务收入的比例 分别为98.94%、99.09%、99.87%和 99.89%。此外,1月9日过会的另一

家公司倍加洁集团,报告期各期外销 收入占主营业务收入的比重分别为 51.52%、45.78%、47.27%及49.49%, 未来公司仍将大力拓展海外业务。

境外收入占比高通常是企业 IPO 审核的难点,其收入真实性及合 规情况容易存在较高不确定性。以 1月24日上会被否的深圳华智融科 技为例,公司存在近几年境外销售收 入占比剧增,但无法直接从海关部门 查询到发行人整体外销数据的情 况。发审委要求公司说明境外收入 是否具有可持续性,以及境外销售通 过信利康进行的必要性及境外最终 销售的真实性。

聚焦关联交易和盈利 可持续性

分板块来看,今年计划上发审会 的公司中,拟申请中小板上市的公司 有9家,5家获通过,通过率为56%; 申请创业板上市的公司有16家,5家 获通过,通过率为31%;申请沪市主 板上市的公司有14家,通过4家,通 过率仅29%。在1月23日申请主板 上市的5家公司中,更是无一过会。

已在香港上市的"精神病医院第 一股"康宁医院,本次拟申请沪市主 板IPO被否。从反馈意见来看,康宁 医院被否或与公司涉嫌将第一大客 户的关联交易非关联化有关,导致公 司存在利益输送的可能。预披露显 示,平阳长庚医院多年来都是康宁医 院的第一大客户,而且平阳长庚医院 曾为公司关联方,后因股东转让股权 成为非关联方。

发审委指出,发行人与关联方存 在关联交易情况,同时注销或转让了 部分关联方。请公司代表说明:是否 存在关联方替发行人承担成本、费用 以及其他向发行人输送利益的情形; 对外转让关联方的原因、转让对价及 其公允性;鼎晖维鑫、鼎晖维森股权 转让与收购平阳长庚医院之间的商 业逻辑关系,转让后原转让方是否仍 对平阳长庚医院存在重大影响,发行 人继续管理平阳长庚医院精神科、确 认管理服务收入远大于其固定效益 基准的合理性,是否存在关联交易非 关联化的情形。

另一家拟在沪市IPO的挖金客

也未能过会,公司的大客户依赖和盈 利可持续性问题成为审核焦点。发 审委提出,发行人直接和间接来自中 国移动的收入逐年增长,目前占营业 收入的比例已接近80%,请公司说 明是否存在被其他公司替代的风险, 来自中国移动的收入是否可持续;此 外,公司的手机话费支付方式今后是 否存在被支付宝和微信支付等替代 的风险。

1月24日上会被否的格林精密 部件,也因大量关联交易受到问询。 此外,"客户兼为供应商"的现象亦容 易成为上会被否的"命门",如1月23 日被否的腾远钴业和冠东模塑均存 在这种问题,令发审委质疑公司的商 业合理性。

细究原始财报和申报 财报差异

在财报方面,新发审委对于财报 真实性的把关有所强化,经常是以毛 利率高于同行为切入点,进而找到多 项财务指标异常。例如,本周上会的 申联生物、安佑生物、华智融科技等 都存在毛利率异常的情况。其中,发 审委要求安佑生物说明,报告期末部 分养殖场密度高达2头/平方米的原 因及合理性。

值得一提的是,在1月23日的 审核意见中,"发行人申报财务报表 与原始财务报表差异较大"的问题在 不止一家公司身上出现,审核对财报 细节的关注可谓严格。

对于冠东模塑,发审委提出,发 行人申报财务报表与原始财务报表 差异较大。请公司代表说明上述差 异形成的具体原因,是否在报告期 内仍存在账外账等不规范情况,是 否存在被税务主管部门追缴税款的 风险,发行人的会计基础工作是否 规范,内部控制是否完善并得到有 效执行。

腾远钴业亦然。发审委提出,公 司持续向个人股东、实际控制人等关 联方提供资金,2014年~2015年公 司原始财务报表和申报财务报表存 在差异调整,2014年调整较多。请 公司代表说明:发行人存在多起会计 差错更正的具体原因,发行人的内控 制度是否健全并得到有效执行。



□ 倪铭娅

监管部门近日多次强调要坚决推 进退市常态化。要提升资本市场资源 配置效率,打造高质量发展的资本市 场,退市常态化亟待大力推进,有必要 完善现行退市制度。

退市常态化待推进

重点推荐

揭秘深交所"一线监管"

2017年,"一线监管"成为资本市场的 关键词。这一年,深交所坚持稳中求进工 作总基调,深化依法全面从严监管,着力提 升监管能力,严守风险防控底线,一线监管 得到明显加强,"以监管会员为中心"的交

易行为监管模式稳步推进,现场检查工作 实现开创性探索,科技监管水平显著提升。

大数据

当前经济进入高质量发展阶段,需 要高质量的资本市场。资本市场的资 源是有限的,必须配置到最有效率的地 方。因此,要推动优胜劣汰,培育高质 量的上市公司,既需要把已上市的公司 做优做强,也需要推动劣质公司退市常

目前IPO已经常态化,但退市没有 常态化。据Wind数据统计,截至2018 年1月2日,共有78只股票"披星戴帽", 被交易所实施风险警示,占上市公司总 数的2.25%。2017年退市的上市公司仅 欣泰电气与新都酒店两家。与欧美等 成熟资本市场6%~8%的年均退市率相 比,目前我国资本市场退市率还比

造成A股退市率较低的原因很多, 首先是市场利益关系复杂。退市涉及 地方政府和有关部门,关系到地方政 绩;其次,市场对借壳重组炒作充满预 期,间接造成"退市难"。必须大力推进 退市常态化,保证A股市场有进有出, 实现市场资源更高效配置。

要实现退市常态化,有必要完善现 行退市制度。例如,进一步简化退市流 程,缩短退市时间;进一步丰富上市公 司退市财务指标,通过引入多元化的 交易指标、财务指标对上市公司进行 多维度全方位考察,杜绝打擦边球、蒙 混过关的情形;根据不同行业特征,考 虑设置行业特色化指标。此外,继续 推进自主退市进程,对主动退市的上 市公司在重新上市的申请时间和流程 上给予更多优惠。同时,对强制退市 企业在重新上市的时间和流程上设置

要实现退市常态化,需要强化刚性 退市。刚性退市要求严格信息披露,杜 绝人情"后门",做到程序性退市,应退 必退,改变行政力量对资本市场"入 口""出口"的干扰。

作为市场基础性制度,退市制度需 要市场其他方面的配合制度共同作用, 才能达到市场出清的目的。要更加重 视投资者利益保护,完善多元化纠纷解 决机制和司法救济等。在推进退市常 态化过程中,应进一步完善对投资者利 益的保护。上市公司退市后,持股的投 资者利益肯定会受损,可以考虑加强退 市公司的投资者赔偿,引入集体诉讼制 度,从而切实有效地保护投资者的

实现退市常态化,不仅能使资本 市场进行正常的新陈代谢,而且有利 于提高上市公司整体质量,从源头上 保护中小投资者切身利益。只有不断 完善退市制度,才能真正解决退市率 低等问题,退市制度改革红利才能惠及 股市。

> 每周证券编辑部 执行主编:田新元 邓文忠 新闻热线:(010)56805060 监督电话:(010)56805167

电邮:84125512@163.com



沪深股指近日连续走高,截至1月24日,上证综指走出七连阳走势,创两年多新高。图为股民在安徽阜阳市 一家证券营业厅关注股市行情。 新华社发

市场聚焦

□ 马传茂

经历连续两年的规模下滑后,商 业银行二级资本债在2017年重现 火爆。

数据显示,2017年合计有96家商 业银行完成4804.23亿元二级资本债 发行,发行总额同比增长111.31%。 从发行人结构看,8家全国性银行(含 国有大行、股份行和邮储银行)发行 占比高达70%,与2015年、2016年 中小银行二级资本债放量不同。

华东城商行计财部负责人表示, 2017年大行二级资本债发行较多,一 方面是与二级资本债本身的优势特点 有关,更重要的还是大行对资本补充的 需求。这不仅是业务扩张、增厚拨备 的需要,还是2011年~2012年大行 集中发行的不合格二级资本工具成本 较高、递减规模较大而被提前赎回, 进而带来资本补充的需要。

发行总额同比倍增

自2013年年初《商业银行资本 管理办法(试行)》(简称"资本新规") 实施以来,商业银行二级资本债发行 总额在2014年~2017年间呈现

商业银行二级资本债重现火爆

2017年合计有96家商业银行完成4804.23亿元二级资本债发行, 发行总额同比增长111.31%

"V"形走势。其中2014年、2017年 发行总额分别达3448.5亿元、 4804.23亿元,2015年和2016年发 行总额则分别只有2698.63亿元和 2273.5亿元。

2014年的发行高峰,与资本新 规的实施有着直接关系。新规实施 后,此前银行发行的不含减记或转股 条款的次级债被认定是不合格的二 级资本,需要实施新老划断:2013年 1月1日后发行的不合格资本工具不 再计入监管资本,在此之前发行的此 类次级债则可计入监管资本,但是要 按年递减10%。

2013年就是这些次级债递减的 第一年,这意味着即使不考虑新增资 产带来的资本消耗,要保持资本充足 率不下降,银行也需进行相应资本补 充。因此,在2013年7月首笔减记型二 级资本工具发行后,商业银行二级资本 债也于随后的2014年迎来发行高峰。

从发行人结构看,2014年和 2017年商业银行二级资本债的火爆 发行,与全国性银行的积极参与有直 接关系,其所发行的二级资本债分别 占当年发行总额的80.79%和 70.35%。2015年~2016年,大行参 与少,中小银行参与多,二级资本债 发行金额连续两年缩水。数据显示, 2015年~2016年中小银行发行的 二级资本债分别占当年发行总额的 48%和56%,凸显中小银行补充二级 资本的紧迫性。

值得注意的是,2014年以来,商 业银行二级资本债发行只数基本保 持每年40%~50%的速度递增。"根 本原因在于银行加大核销不良的力 度以及规模扩张带来的资本压力。" 一家华东农商行董秘认为,"不容忽 视的还包括2016年8月以来审批流 程放松的因素。在这之前,发行人要 分别向银监和人行进行发行申报,但 流程放松后银监和人行可以并审,极 大缩短了审核时间。"

全国性银行占比七成

在商业银行二级资本债年度发 行规模的变化中,大型银行和股份行 是否参与起到主要因素。2014年, 受资本新规带来的不合格二级资本 工具减计影响,五大行和9家股份行 合计完成2786亿元二级资本债发 行,占当年发行总额的八成。

不过,随着经营环境的变化及上 市银行发行优先股试点的启动,全国 性银行资本补充工具的需求转向,使 得二级资本债发行规模在随后两年 连续下滑,此时的二级资本债发行人 以中小银行为主。

据统计,2014年底~2016年间 共有15家上市银行合计完成约 6000亿元的境内外优先股融资计 划,其中包括5家国有大行和7家股 份行。这极大分流了这些银行对二 级资本债的发行需求。中小银行由 于信贷规模扩张造成资本消耗过快 和自身融资渠道有限,带来了二级资 本债的井喷式发行,2015年~2016 年发行占比分别为48%和56%。

2017年,全国性银行重新成为 二级资本债发行主力军,去年合计有 8家全国性银行完成3380亿元二级 资本债发行,占比七成。

前述华东城商行计财部负责人表 示,去年大行二级资本债发行较多,一 方面是与二级资本债本身的特点有 关,包括对短期资本的补充、不影响股 权结构、大行二级资本债发行成本低 等,更重要的则是大行对资本补充的 需求。"这不仅包括业务扩张、增厚拨 备的需要,还包括2011年~2012年 大行集中发行的不合格二级资本工具 发行利率较高、递减规模较大而被提

前赎回,进而带来的资本补充需要。"