

2023年08月21日

退市格局迎四大变化，常态化退市机制持续深化

中小盘研究团队

——中小盘策略专题

孙金钜（分析师）

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519110002

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

周佳（分析师）

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790523070004

● 退市新规后退市制度持续完善，常态化退市机制不断巩固

“退市新规”发布实施以来，在中国证监会和沪深两所等各方的监管合力下，一批质次公司被有效出清，“有进有出、优胜劣汰”的常态化退市机制已逐步形成。为进一步巩固深化常态化退市成果，2022年以来证监会和沪深两所通过出台一系列的配套制度促进退市新规落实落细。2022年11月，证监会印发《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，提出要在出口端坚决把“空壳僵尸”和“害群之马”清出市场，并强调要对上市公司破产重整制度进行优化，这既反映了监管层严格执行退市制度的决心，又意味着未来破产重整等多元化退出渠道有望进一步畅通。2023年1月，沪深两所发布《关于加强退市风险公司2022年年度报告信息披露工作的通知》，提高了财务类退市风险公司的风险提示频次及针对性，有助于强化财务类退市风险揭示效果、优化退市实施机制。

● 退市新规下保壳难度持续提升，花式保壳引监管重点关注

为规避交易类退市，2023年上市公司主要选择回购或增持股份。我们选择ST美置和*ST宋都作为增持股份案例，选择*ST庞大作为回购股份案例，最终发现，用来炒作公司股价的“忽悠式”增持回购会被投资者“用脚投票”，并不能有效刺激股价上升以规避交易类退市情形。为规避财务类退市，2023年上市公司主要选择无偿赠与或债务豁免。我们分别选择*ST吉艾、*ST中昌作为无偿赠与、债务豁免的案例，最终发现，随着监管层对退市风险公司年报信息披露监管的不断加强，异常财务处理已成为退市监管的重点关注领域，恢复可持续经营能力、提升业绩表现才是规避退市的正确方式。

● 2023年A股退市格局迎来四大变化，优胜劣汰机制进一步强化

2023年以来，在全面注册制和退市新规的共同作用下，A股退市格局出现了四大变化。一是科创板迎来首批退市企业，法治化退市原则进一步巩固。*ST泽达、*ST紫晶涉欺诈发行等重大违法行为，被实施重大违法强制退市，成为科创板首批退市公司。针对上述违法行为，证监会采取了罚款、市场禁入等处罚措施，意味着退市制度改革中的法治化原则得到进一步巩固。二是交易类首次与财务类打平，多元化退市渠道进一步畅通。交易类退市数量从2022年的仅有1家增长至2023年的20家，与财务类退市相同，重大违法类退市数量也从2022年的1家提升至2023年的4家，这意味着A股多元化退市渠道正逐渐畅通。三是大型房企首次出现“退市潮”，市场化退市机制进一步完善。2023年已有9家房地产企业退市，其中不乏阳光城等全国知名房企，这意味着“应退尽退”的市场化退市机制正持续发挥作用。四是退市股炒作热情明显冷却，常态化退市理念进一步贯彻。退市常态化和壳价值持续贬值的双重作用使得投资者对退市股的炒作热情明显冷却，2023年退市股退市整理期内的平均涨停次数和跌停次数均明显降低，这意味着常态化退市理念正逐步得到充分认可，优胜劣汰机制得到进一步强化。

● **风险提示：**政策变动风险、市场剧烈波动风险等。

相关研究报告

《X射线检测设备市场超百亿，X射线源国产替代进行时——中小盘周报》
-2023.8.20

《Q2归母净利加速增长，坚定迈向营收百亿发展目标——中小盘信息更新》
-2023.8.17

《2023Q2实现业绩快速增长，公司长期成长动力充足——中小盘信息更新》
-2023.8.17

目 录

1、 退市新规后退市制度持续完善，常态化退市机制不断巩固.....	3
2、 退市新规下保壳难度持续提升，花式保壳引监管重点关注.....	6
2.1、“忽悠式”增持回购被投资者用脚投票，难改交易类退市命运.....	6
2.2、 无偿赠与和债务豁免被交易所重点关注，难逃财务类退市结局.....	8
3、 2023 年 A 股退市格局迎来四大变化，优胜劣汰进一步强化.....	10
3.1、 变化一：科创板迎来首批退市企业，法治化退市原则进一步巩固.....	10
3.2、 变化二：交易类首次与财务类打平，多元化退市渠道进一步畅通.....	13
3.3、 变化三：大型房企首次出现“退市潮”，市场化退市机制进一步完善.....	15
3.4、 变化四：退市股炒作热情明显冷却，常态化退市理念进一步贯彻.....	16
4、 风险提示.....	18

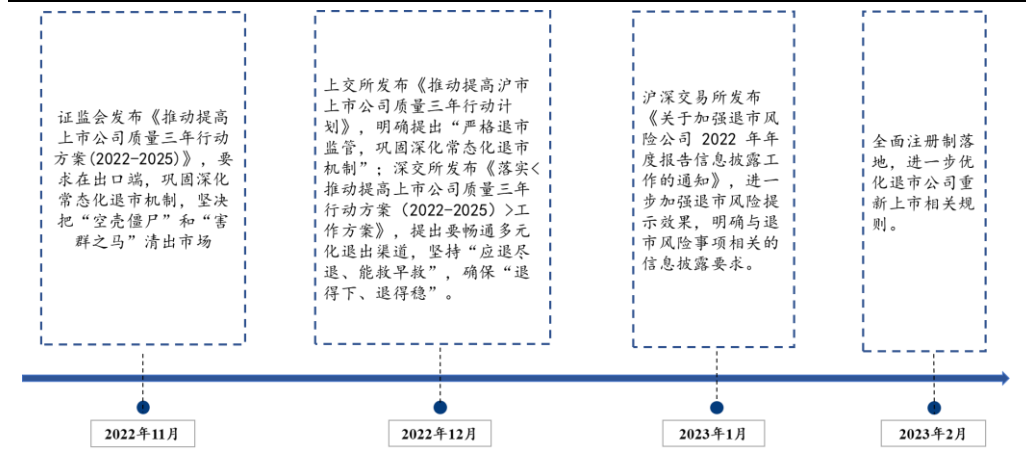
图表目录

图 1： 退市新规发布后证监会和沪深两所仍在不断完善相关配套制度.....	3
图 2： ST 美置自 4 月 24 日起股价低于 1 元.....	8
图 3： ST 庞大自 4 月 21 日起股价低于 1 元.....	8
图 4： ST 吉艾 2021、2022 年年末净资产均为负.....	10
图 5： ST 中昌 2022 年年末净资产为负.....	10
图 6： 2023 年 A 股退市企业数量有望再创新高.....	10
图 7： 2023 年退市公司中超 9 成为强制退市.....	10
图 8： 2023 年科创板出现首批 2 家退市企业.....	12
图 9： 2023 年交易类退市公司数量与财务类相同.....	14
图 10： 2023 年财务类退市公司以“非标退市”为主.....	15
图 11： 2023 年“1 元”退市公司数量显著增长.....	15
图 12： 2023 年房地产行业退市企业数量最多.....	15
图 13： 近三年 A 股完成借壳上市的数量仅有 5 家.....	17
图 14： 2016 年以来壳价值快速下行.....	17
图 15： 2023 年“戴帽”公司日均成交额显著下降.....	17
图 16： 2023 年“戴帽”公司日均换手率也显著下滑.....	17
图 17： 投资者对处于退市整理期内的退市股的炒作热情明显冷却.....	17
表 1： 证监会与沪深交易所出台提高上市公司质量三年行动方案，强调要深化常态化退市机制和破产重整制度.....	4
表 2： 沪深交易所进一步强化财务类退市风险揭示，提高披露频次及针对性.....	6
表 3： 证监会对*ST 泽达、*ST 紫晶的欺诈发行、信息披露违法违规等重大违法行为给予了严厉处罚.....	12
表 4： 已退市房地产企业中不乏百亿营收的大型房企.....	16

1、退市新规后退市制度持续完善，常态化退市机制不断巩固

退市新规实施以来退市制度不断完善，常态化退市机制不断巩固深化。2020年12月，沪深交易所发布退市新规，进一步优化了财务类、交易类、规范类、重大违法类退市标准，并简化了退市流程，强化了退市风险警示。“退市新规”发布实施以来，在中国证监会统筹指导下，沪深两所严格执行退市规定，充分发挥各方监管合力，一批不具备持续经营能力、不被市场认可或者存在重大违法行为的公司被出清，“有进有出、优胜劣汰”的常态化退市机制逐步形成。2022年以来，为严格执行退市制度，巩固深化常态化退市机制，证监会和沪深两所通过出台一系列的配套制度进一步促进退市新规落实落细。2022年11月，证监会印发《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，从8大方面出发提出相应措施，其中在“优化上市公司整体结构，提升发展的韧性和活力”方面，提出要在出口端，巩固深化常态化退市机制，坚决把“空壳僵尸”和“害群之马”清出市场。2022年12月，为落实证监会出台的《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，对提高上市公司质量作出具体工作安排。上海证券交易所发布《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》，明确提出要严格退市监管，巩固深化常态化退市机制；深圳证券交易所发布《落实〈推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）〉工作方案》，提出要畅通多元化退出渠道，坚持“应退尽退、能救早救”，确保“退得下、退得稳”。2023年1月，沪深交易所发布《关于加强退市风险公司2022年年度报告信息披露工作的通知》，进一步加强退市风险提示效果，明确与退市风险事项相关的信息披露要求。2023年2月，全面注册制落地，进一步优化了退市公司重新上市相关规则。

图1：退市新规发布后证监会和沪深两所仍在不断完善相关配套制度



资料来源：证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

证监会及沪深交易所出台提高上市公司质量三年行动方案，进一步深化常态化退市机制和破产重整制度，上市公司多元化退出通道有望持续畅通。2022年11月，证监会发布《推动提高上市公司质量三年行动方案(2022-2025)》（以下简称《三年行动方案》），在优化制度规则体系、聚焦公司治理深层次问题、完善信息披露制度、优化上市公司整体结构、推动上市公司稳健发展、健全打击重大违法长效机制、加快上市公司监管转型、加强协作联动等八大方面提出相应措施。其中在“优化上市公司整体结构，提升发展的韧性和活力”方面对退市制度作出安排，明确提出要在出口端，巩固深化常态化退市机制，坚决把“空壳僵尸”和“害群之马”清出市场，优化上市公司破产重整制度，支持符合条件且具有挽救价值的危困公司通过破产重整

实现重生。随后在 2022 年 12 月，沪深交易所也分别对提高上市公司质量作出具体工作安排。上交所发布《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》，对标证监会《三年行动方案》要求，衔接上一轮三年行动计划，从控股股东及实控人、上市公司、自律监管、制度保障、科创板建设、生态建设等 6 大层面对未来三年推动上市公司质量提升工作做出了总体性安排。具体到退市相关制度，在自律监管层面，上交所提出要严格退市监管，巩固深化常态化退市机制，加快形成优胜劣汰的市场生态；在制度保障层面，提出要持续评估退市制度运行效果，不断完善退市指标。深交所发布《落实〈推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）〉工作方案》（以下简称），明确推动提高上市公司质量的时间表、路线图、任务书，力争经过三年努力，进一步巩固深市上市公司高质量发展基础，推动形成一批主动服务国家战略、创新能力突出、公司治理规范、经营业绩长期向好、投资者回报持续增强、积极履行社会责任的上市公司群体。深交所此次发布的工作方案主要涵盖加大促进高质量发展的制度供给、加快促进高质量发展的监管质效和塑造促进高质量发展的市场生态等三方面重点，并在“加快促进高质量发展的监管质效”对退市相关制度作出了安排，提出要畅通多元化退出渠道，坚持“应退尽退、能救早救”，确保“退得下、退得稳”。从证监会和沪深交易所出台的提高上市公司质量三年行动方案中关于退市制度的相关描述中，我们可以看到监管层严格执行退市制度、巩固深化常态化退市机制和畅通多元化退出通道的决心。特别地，继 2020 年 10 月国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》中明确提出“完善破产重整制度，优化流程、提高效率，畅通破产重整等上市公司多元化退出渠道，支持上市公司通过破产重整等方式出清风险”后，证监会本次出台的《三年行动方案》进一步强调了要优化上市公司破产重整制度，这意味着未来通过破产重整方式退市的上市公司数量或将逐渐增多，上市公司的多元化退出渠道有望进一步畅通。

表1：证监会与沪深交易所出台提高上市公司质量三年行动方案，强调要深化常态化退市机制和破产重整制度

发布主体	发布日期	发布文件	退市相关内容
证监会	2022.11	《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》	<p>优化上市公司整体结构，提升发展的韧性和活力：在出口端，巩固深化常态化退市机制，坚决把“空壳僵尸”和“害群之马”清出市场；优化上市公司破产重整制度，支持符合条件且具有挽救价值的危困公司通过破产重整实现重生。</p> <p>健全打击重大违法长效机制，营造上市公司发展良好环境：严格防范打击欺诈发行、财务造假、资金占用等违法违规行为，构建综合防治体系；对第三方配合造假行为，探索与相关部门建立联合惩戒机制；对占用上市公司资金、操纵违规对外提供担保、指使公司造假的控股股东、实际控制人，强化行政、刑事、民事责任追究。</p>
上海证券交易所	2022.12	《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》	<p>自律监管层面：严格退市监管，巩固深化常态化退市机制，加快形成优胜劣汰的市场生态。</p> <p>制度保障层面：持续评估退市制度运行效果，不断完善退市指标。</p>
深圳证券交易所	2022.12	《落实〈推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）〉工作方案》	<p>加快促进高质量发展的监管质效：畅通多元化退出渠道，坚持“应退尽退、能救早救”，确保“退得下、退得稳”。</p>

资料来源：证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

沪深交易所出台通知加强退市风险公司信息披露，进一步加强财务类退市风险提示效果。为进一步优化退市实施机制，提升财务类退市风险揭示效果，在中国证监会

指导下，沪深交易所于2023年1月13日发布《关于加强退市风险公司2022年年度报告信息披露工作的通知》（以下简称《通知》），同时配套修改相关公告格式指南，要求已被实施财务类退市风险警示的上市公司（以下简称退市风险公司）在年度报告披露前增加风险提示频率及针对性，包括区分不同情形进行重点提示、按要求披露年度报告编制及审计进展等。《通知》的起草主要围绕两项原则和三大目标展开：原则方面，一是坚持以信息披露为核心，提升风险提示的针对性和有效性；二是坚持以问题为导向，强调重点关注事项的监管要求，引导上市公司董监高勤勉尽责、会计师事务所归位尽责，严格执行退市规则。目标方面，一是退市关口前移、尽早明确预期；二是严防规避退市、从严提出要求；三是充分提示风险、防止突然死亡。基于上述两项原则和三大目标，《通知》从以下五个方面作出了具体安排：**一是适度增加退市风险揭示的披露频次。**上市公司退市影响重大且广泛，对投资者会产生深远影响，但现行规则下的三次风险提示公告的频次要求可能无法充分提醒投资者关注相关公司的退市风险。为此，《通知》适度增加了财务类退市风险提示公告的披露次数，明确退市风险公司应当在会计年度结束后一个月内披露首次风险提示公告，并在该公告披露后至年度报告披露前的每10个交易日披露一次终止上市风险提示公告。**二是聚焦7类风险情形增强风险提示针对性。**退市风险公司情况复杂，为强化风险提示效果，便于投资者理解，《通知》首次明确退市风险公司如涉及7类较高终止上市风险情形的，应予以重点提示，主要包括业绩预告相关指标触及退市标准、尚未聘请会计师事务所、会计师事务所对公司是否触及退市情形的判断与公司存在重大分歧、影响公司是否触及退市情形的事项尚未核实并履行信息披露义务、公司预计退市风险与前期披露出现重大变化等情形。**三是强化年度报告编制进展披露及风险提示。**退市风险公司年度报告编制进展及审计意见类型直接影响是否触及退市指标。为防止退市风险公司“突然死亡”，《通知》明确退市风险公司应当在年度报告预约披露日前20个交易日和10个交易日披露年度报告编制及最新审计进展情况，说明重大会计处理、关键审计事项、审计意见类型、审计报告出具时间安排等事项是否与会计师事务所存在重大分歧。会计师事务所就前述事项与公司存在重大分歧的，可以向上交所报告并同步出具专项说明文件，说明具体分歧及最新审计进展情况。**四是提醒退市风险公司重点关注4大类事项。**营业收入确认及扣除、非经常性损益认定、审计意见类型和保壳交易或资本运作的会计处理是涉及退市的重点领域和重要环节。《通知》要求退市风险公司围绕上述4类事项进行重点核实。其一，在收入确认真实准确的基础上，严格按照规则进行营业收入扣除及披露；其二，结合公司自身业务实际情况和关联程度，依规准确认定非经常性损益项目；其三，高度关注上期非标准审计意见涉及事项在本期的进展情况，禁止通过年末突击变更会计师事务所等方式“购买”审计意见以规避退市；其四，审慎处理保壳交易及资本运作，依规进行会计处理，不得通过虚增收入、违规确认收益等方式规避退市。**五是督促董监高和会计师事务所归位尽责。**退市风险公司董事、监事、高级管理人员能否勤勉履职，会计师事务所能否做到审慎、独立判断，直接影响上市公司年度报告信息披露的质量和退市风险揭示的效果。《通知》细化相关责任主体尽责要求，明确退市风险公司董事、监事、高级管理人员应当高度重视年度报告编制及披露事项，获取充分、全面的决策依据信息，合理使用异议权。审计委员会应当加强与会计师事务所的沟通，对其审计工作进行持续性监督及审查。会计师事务所应当结合退市风险公司特点，加强审计执业质量控制，依规就营业收入扣除及非经常性损益等事项出具专项核查意见，恰当判断上期非标事项对本期财务报表的影响，审慎发表意见。本次《通知》的发布一方面有利于推动相关上市公司及其会计师事务所等主体归位尽责，审慎评估并充分揭示退市风险，及早明确市场预期；另一方面也彰显了

沪深交易所进一步严格落实退市制度、保护投资者利益的决心。

表2：沪深交易所进一步强化财务类退市风险揭示，提高披露频次及针对性

项目	主要内容
重要披露时点及披露要求	<p>依规披露年度业绩预告：在2023年1月31日前披露业绩预告，包括2022年全年营业收入、扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入、净利润、扣除非经常性损益后的净利润和期末净资产。</p> <p>持续做好退市风险提示：（1）披露时点：退市风险公司应在2023年1月31日前披露公司股票可能被终止上市的风险提示公告，并在首次风险提示公告披露后至年度报告披露前，每10个交易日披露一次风险提示公告。（2）需重点提示的7类风险情形：业绩预告相关指标触及退市标准；尚未聘请会计师事务所；业绩预告与会计师事务所出具专项说明相关内容存在重大差异；会计师事务所对公司是否触及退市情形的判断与公司存在重大分歧；影响公司是否触及退市情形的事项尚未核实并履行信息披露义务；公司预计退市风险与前期披露出现重大变化；本所要求的其他情形。</p> <p>强化年度报告进展披露：退市风险公司应当分别在年度报告预约披露日前20个交易日和10个交易日，披露年度报告编制及最新审计进展情况，说明是否存在可能导致财务会计报告被出具非无保留意见的事项及具体情况；上一年度被出具非无保留意见的，应当说明涉及事项是否消除，仍未消除的应当说明具体情况；在重大会计处理、关键审计事项、审计意见类型、审计报告出具时间安排等事项上是否与会计师事务所存在重大分歧。</p> <p>依法披露年度报告：退市风险公司应当及时组织人员合理制定2022年年度报告的编制、审议、披露程序，明确重要时间节点及工作计划，确保于2023年4月30日前完成本次年度报告的披露工作。</p>
重点核实及披露事项	<p>营业收入确认及扣除：在收入确认真实准确的基础上，严格按照规则进行营业收入扣除及披露；</p> <p>非经常性损益认定：结合公司自身业务实际情况和关联程度，依规准确认定非经常性损益项目；</p> <p>非标审计意见：高度关注上期非标准审计意见涉及事项在本期的进展情况，禁止通过年末突击变更会计师事务所等方式“购买”审计意见以规避退市；</p> <p>其他：审慎处理保壳交易及资本运作，依规进行会计处理，不得通过虚增收入、违规确认收益等方式规避退市。</p>
相关主体归位尽责要求	<p>董监高勤勉履职：明确退市风险公司董监高应当高度重视年度报告编制及披露事项，获取充分、全面的决策依据信息，合理使用异议权。</p> <p>会计师事务所执业质量：结合退市风险公司特点，提升风险合规意识，加强审计执业质量控制，依规就营业收入扣除及非经常性损益等事项出具专项核查意见，恰当判断上期非标事项对本期财务报表的影响，审慎发表意见。</p>

资料来源：上交所、深交所、开源证券研究所

2、退市新规下保壳难度持续提升，花式保壳引监管重点关注

2.1、“忽悠式”增持回购被投资者用脚投票，难改交易类退市命运

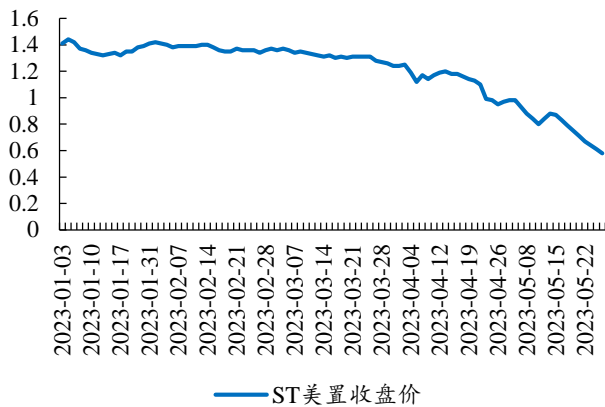
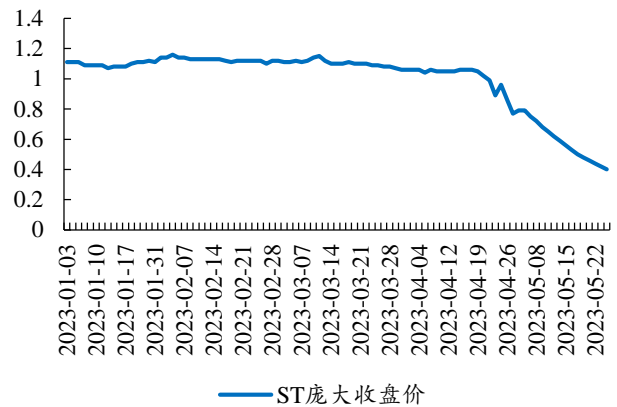
在全面注册制持续推进和退市新规严格执行的共同作用下，“1元退市”逐渐成为上市公司的主流退市路径，因此部分公司在触及股价低于1元的退市情形时，会选择推出股份回购计划或增持计划来刺激股价反弹。

增持方面，不同的增持规模对股价的提振作用也有所不同。以ST美置为例，2023年5月9日，ST美置在股价经历8个交易日低于1元后公布了一份增持计划。根据增持计划，公司部分董事、高级管理人员及核心业务负责人等5人计划自2023年5月10日起（含2023年5月10日）3个月内通过二级市场集中竞价交易的方式增持公司股份，拟增持金额合计不超过（含）人民币8000万元且不低于（含）人民币5000万元，并表示本次增持是基于对公司未来发展前景的信心和公司价值的认可，同时

看好中国资本市场长期投资的价值，积极履行社会责任，切实维护广大投资者权益和资本市场稳定。增持公告的发布在短期内对公司股价起到了一定的提振作用，5月11日公司股价上涨5%，5月12日公司股价上涨4.76%。但截止5月16日，增持主体的累计增持金额仅为397.5万元，离增持计划中增持金额的下限5000万元存在较大差距，因此公司股价自5月15日起继续下行，在收盘价经历连续20个交易日低于1元后于2023年5月25日触及交易类退市情形而停牌，并在2023年7月14日正式退市。ST美置推出的增持计划因为增持规模较大而对公司股价起到了一定的刺激作用，但因增持计划出台较晚且实际增持规模较小而保壳失败。而*ST宋都则有所不同，其在5月16日股价以1元收盘后即发布了增持计划。根据增持计划，公司部分董事、监事等6人计划自2023年5月17日起（含2023年5月17日）六个月内通过二级市场集中竞价交易方式增持公司股份，拟增持金额合计不超过（含）人民币76万元且不低于（含）人民币38万元。但其增持金额的上限仅为76万元，完全无法提振市场信心，因此其股价自增持计划发布后仍延续下跌走势，最终在6月13日触及交易类退市情形而停牌，并在7月25日正式退市。从上述两个案例可以看到，退市前发布增持计划是能在短期内对股价有一定提振作用，但较小的计划增持规模与较少的实际增持金额并不会得到市场的认可，最终难逃被退市的命运。

回购方面，*ST庞大自2023年3月13日起股价一路下挫，于4月21日首次跌破1元/股。为避免触及1元退市情形，公司于4月24日发布公告，拟在6个月内以不超过1.60元/股的价格通过集中竞价方式回购公司股份，回购资金总额不低于2.5亿元（含），回购股份将用于员工持股计划。因为*ST庞大此前曾两次在股价低于或临近1元时披露股份增持或回购计划，但均未按期完成，所以上交所*ST庞大这次发布回购计划当日即发送问询函，要求*ST庞大结合公司过去两次未能按期完成股份增持和回购计划并被实施纪律处分的事实，说明本次回购股份的真实目的，是否存在故意利用回购计划炒作公司股价、误导投资者的动机，是否侵害中小投资者利益；要求公司结合业绩表现、股价波动情况和当前存在的重大经营风险，说明本次回购计划的考虑和真实目的。2023年5月4日，公司发布《关于延期回复回购公司股份事项问询函的公告》。随后，公司在5月10日针对“关于庞大保壳战：高管确认回购资金到位、国企已入场”的媒体报道发布《澄清公告》，表示公司经营活动现金流量净额持续为负，加上大额应收款项未收回、破产重整到期债务等事项，公司存在持续经营能力的重大不确定性，尚不具备实施回购的条件。2023年5月11日，公司再次发布《关于延期回复回购公司股份事项问询函的公告》。回购计划的发布在短期内对公司股价也起到了一定的刺激作用，回购计划发布的次日即4月25日公司股价即上涨7.87%。但由于公司一直不回复上交所问询函，其回购计划亦没有得到市场认可，股价自4月26日起延续下跌走势，并在5月15日提前锁定退市（截至5月15日收盘，*ST庞大股价为0.56元/股，已经连续13个交易日股价低于1元面值，即使后续7个交易日连续涨停，也将因股价连续20个交易日低于1元而触及交易类退市指标）。

综上，我们认为，公司增持及回购股票无疑是向市场传递利好信号，但利用增持、回购计划炒作公司股价的“忽悠式”增持回购会被投资者用脚投票，并不能有效刺激股价上升并维持在1元以上以规避交易类退市情形。

图2：ST美置自4月24日起股价低于1元

图3：ST庞大自4月21日起股价低于1元


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、无偿赠与和债务豁免被交易所重点关注，难逃财务类退市结局

随着监管部门严格执行退市新规，打击突击创收等传统保壳手段，上市公司大股东不得通过无偿赠与、债务豁免等成本更高的手段进行保壳，以规避净资产为负。

无偿赠与方面，以*ST吉艾为例，公司股票因经审计2021年度扣除非经常性损益前后归属于上市公司股东的净利润孰低者为-10.24亿元，专项扣除后的营业收入为0.68亿元，且归属于上市公司股东的所有者权益为-7.96亿元，在2022年4月29日被实施退市风险警示。截至2022年9月30日，公司合并报表实现营业收入为0.5亿元，且合并报表净资产为-11.73亿元，若2022年财报再触及财务退市的任何一个指标，公司股票都将被终止上市。因此，公司在年报揭晓前夕开始寻找保壳手段。2022年12月19日，公司发布公告称，鉴于公司目前的经营状况，公司控股股东山高速香榆为协助公司纾困、有效促进公司良性发展，拟向公司无偿赠与现金资产不少于7亿元，并于协议生效之日起七个工作日内将本次赠与现金支付至公司指定账户，本次赠与以现金资产的形式投入公司，为无附义务的赠与。公司方面表示，本次受赠资产完成后，能有效改善公司现金流，增强公司流动性及资产结构，有利于公司的长远发展，提高公司的持续经营能力。受赠现金入账后将计入公司资本公积，将对公司的资产负债率和净资产产生明显的积极影响，不影响公司当期经营成果。再考虑四季度情况，新任控股股东7亿元的无偿捐赠或将让公司净资产转正，从而避免财务类退市。针对这笔7亿元的现金免费赠送，深交所在此公告发布的次日即向公司火速下发了关注函，要求公司结合山高速香榆在上市公司拥有的权益情况以及后续对上市公司股权、资产、业务的调整安排等，说明山高速香榆本次捐赠的原因及商业合理性，是否已履行内部审议程序及其合规性，本次现金捐赠与相关调整安排（如有）是否实质上构成一揽子交易、是否作为后续或有相关安排的对价之一，并结合山高速香榆的控股股东身份，进一步说明本次交易的会计处理及对公司净利润、净资产的影响。按照公告的约定，这笔赠款将会在7个交易日内汇到*ST吉艾指定账户，也就是12月28日为最后期限。不过当日*ST吉艾并未公布任何进展，并且在这期间连续两次延期回复了深交所关注函。直到2023年1月3日，公司才发布公告称，山高速香榆因自身资金调度问题，导致其未按照双方签订的货币资金赠与协议的约定如期向公司赠与现金资产，并在当日发布了终止上市风险提示公告。2023年3月28日，公司披露了《2022年年度报告》和《2022年年度审计报告》，结果显示，公司2022年度经审计归属于上市公司股东的净利润为负值且扣除后营业收入低于1

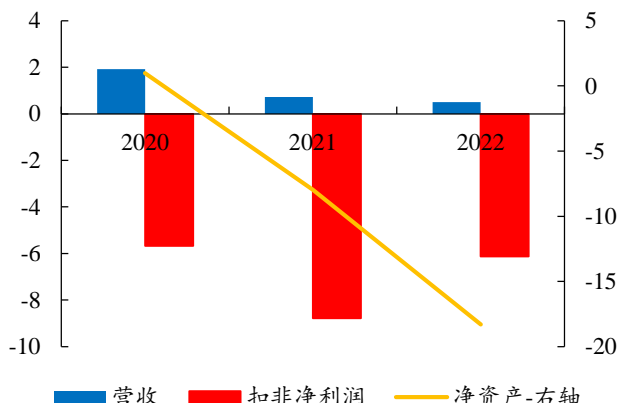
亿元、归属于上市公司股东的所有者权益为负值、公司财务会计报告被中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）出具了无法表示意见的审计报告，同时触及三类财务类退市情形。因此，公司股票自2023年3月29日开市起停牌，并在5月30日正式退市。

债务豁免方面，以*ST中昌为例，公司股票因2021年报被出具无法表示意见的审计报告被实施“退市风险警示”。截至2022年9月30日，公司实现营业收入799.93万元，净资产-4009.42万元，若公司2022年年报再次触及任何一类财务类退市指标，都将被取消上市资格。因此，公司为保住上市地位，先是通过债务豁免试图让净资产转正。2023年1月2日，公司发布《关于债务豁免的公告》，宣传公司在2022年12月31日收到了马明先生、三盛宏业分别出具的《债务豁免函》，其中马明先生决定不可撤销地豁免公司1.05亿元债务本金和0.33亿元利息的偿还义务，并不可撤销地放弃向公司主张上述债务的权利；控股股东三盛宏业决定豁免公司子公司3.3亿元的债务及利息，同时免除公司对该债务的担保责任。公司预计该事项将减少公司债务约4.68亿元。针对控股股东及马明豁免债务等事项，上交所在公告发布当日即向公司下发了问询函，要求公司说明天津银行就相关债权转让事项已履行的审批程序，相关决策程序的合法合规性，是否具有法律效力；说明民生银行将相关债权及担保权利转让至马明所履行的程序、具体处置过程，相关行为是否符合所适用的法律法规和监管要求；结合三盛宏业因债务违约已被纳入失信被执行人名单、持有公司股份已全部被轮候冻结等情况，说明其是否具备债务承接能力，公司相关债务是否构成实质转移，是否符合终止确认的条件；说明马明豁免公司相关债务的原因及主要考虑，相关协议是否附带生效条件或其他约定，后续是否涉及以其他方式返还或其他利益安排。针对上述问询，天津银行、民生银行、三盛宏业、马明等相关方均出具了相关的声明、确认函、通知函等文件，确定了债务转让及豁免事项。然后，公司又通过总额法代替净额法做大收入以规避“扣非前后净利润孰低者为负值且营业收入低于1亿元”的退市情形。公司于2023年1月19日发布《2022年度业绩预亏公告》，预计实现扣除后营业收入1.3-1.56亿元，扣非前后净利润孰低值预计为亏损4.3亿元至4.8亿元，2022年期末净资产为0.6亿元至0.9亿元。按此业绩预告，公司从财务指标方面已经达到了保壳的要求。但公司因四季度营收增长较多且未聘请2022年年审会计师而在发布业绩预告的当日收到了交易所的问询。随后，公司在2023年2月16日的回复函中对于4季度营业收入大幅度增长、债务豁免影响等关键问题均进行了正向回答，并于3月17日聘请鹏盛会计师事务所（以下简称“鹏盛所”）承做公司2022年度审计工作。但在3月31日发布的《关于公司2022年年度报告编制及最新审计进展的公告》中，公司称“鹏盛所初步判断，预计无法对公司2022年度财务报表及其附注等出具无保留意见审计报告，最终审计意见类型以最终审计结果为准”，公司仍可能因为领到非标准意见的审计报告而退市。最终在4月4日，公司发布了《2022年年度业绩预告更正暨退市风险提示公告》，公告中表明，部分业务收入的确认应由总额法改为净额法确认收入，公司扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入被修正为1000万元至1200万元；同时2022年度商誉、应收款等需进一步计提减值约3亿元，公司期末净资产被修正为-2.5亿元至-2亿元。因此，公司2022年净利润为负且营业收入低于1亿元、2022年末净资产为负值，触及财务类退市情形，最终在2023年6月29日正式退市。

综上，我们认为，随着退市新规下监管层对退市风险公司年报信息披露监管的不断加强，不当“保壳”交易或异常财务处理已成为退市监管中所重点关注的领域，各种花式保壳的难度正在持续提升，恢复可持续经营能力、提升业绩表现才是规避退

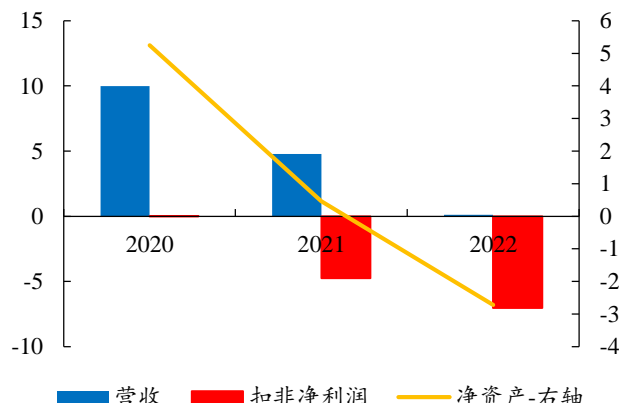
市的正确方式。

图4: ST 吉艾 2021、2022 年年末净资产均为负 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: ST 中昌 2022 年年末净资产为负 (亿元)

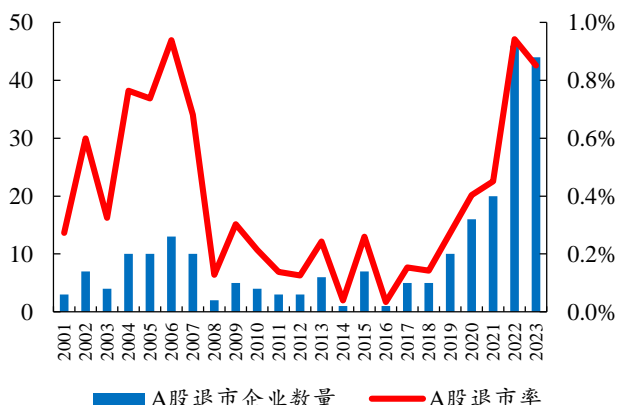


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、2023 年 A 股退市格局迎来四大变化，优胜劣汰进一步强化

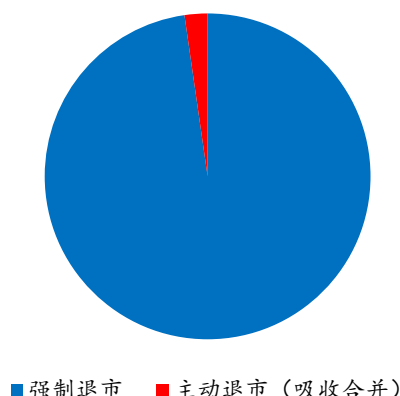
2023 年 A 股退市企业数量有望再创新高，且强制退市比例超九成。继 2022 年 A 股以多达 46 家的退市企业数量和高达 0.94% 的退市率双双创下历史新高后，2023 年在退市新规的严格执行下，退市成效持续显现。截至 2023 年 8 月 15 日，已有 44 家公司确定退市，其中 41 家已退市并被摘牌，*ST 海投收到交易所决定退市前的事先告知书，*ST 弘高、ST 阳光城收到交易所终止上市的决定。再考虑到目前还有部分公司股价在 1 元左右，未来可能触及“连续 20 个交易日收盘价低于 1 元”的面值退市情形，2023 年 A 股退市企业数量有望再创新高。同时，从退市类型来看，除中航机电为主动退市外，2023 年确定退市的 43 家公司均为强制退市，强制退市比例高达 98%，远高于 2022 年的 89%。

图6: 2023 年 A 股退市企业数量有望再创新高



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

图7: 2023 年退市公司中超 9 成为强制退市



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

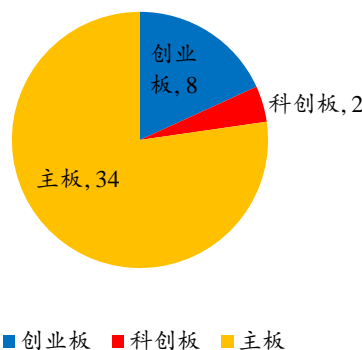
3.1、变化一：科创板迎来首批退市企业，法治化退市原则进一步巩固

*ST 泽达、*ST 紫晶涉欺诈发行、财务造假等多项违法行为，成为科创板首批退市企业。2023 年 4 月 21 日，*ST 泽达、*ST 紫晶发布公告称，公司于当天收到证监会

《行政处罚决定书》、《市场禁入决定书》，收到上交所关于拟终止*ST泽达、*ST紫晶股票上市的《事先告知书》等。根据《行政处罚决定书》认定，两家公司开展了欺诈发行、财务造假等重大违法行为，将被实施重大违法强制退市，成为科创板首批退市公司。从违法事实看，两家公司在上市之前存在欺诈发行行为，在上市公司存在财务造假、信息披露不合规等行为。上市之前，*ST泽达通过签订虚假合同、开展虚假业务等方式，2016年-2019年累计虚增营业收入3.42亿元，虚增利润1.87亿元，并在招股书中隐瞒关联交易、股权代持等重要事实；*ST紫晶通过开展虚假业务以及提前确认收入，2017年至2019年上半年分别虚增利润0.22、0.39、0.25亿元，虚增的利润占当期利润总额的比例分别为35.82%、32.59%、137.33%，并未按规定披露对外担保。上市后，*ST泽达在《2020年年度报告》中虚增营业收入1.52亿元，虚增利润0.82亿元，并未按规定如实披露关联交易，在《2021年年度报告》中虚增营业收入0.71元、利润0.27元、在建工程0.36亿元；*ST紫晶在《2019年年度报告》中虚增营业收入2.71亿元、利润1.45亿元，在《2020年年度报告》中虚增营业收入3.28亿元、利润1.69亿元，并未按规定披露对外担保。

顶格处罚和投资者保护双管齐下，确保“退得下、退得稳”。一方面，针对上述重大违法行为，证监会对两家公司主体及其董监高都进行了巨额罚款，并对其中违法情节特别严重的人员作出了证券市场禁入决定。*ST泽达方面，证监会对*ST泽达责令改正，给予警告，并处以8600.04万元罚款；对时任*ST泽达董事长、总经理林某等多名高管给予警告，并处以3800万元-250万元罚款，并决定对时任董事长林某、时任董事应某分别采取终身证券市场禁入措施。*ST紫晶方面，证监会决定对*ST紫晶责令改正，给予警告，并处以3668.52万元罚款；对时任董事长郑某、时任董事罗某分别处以2164.26万元、1803.55万元罚款，且采取终身市场禁入/10年市场禁入措施；对时任*ST紫晶董事、总经理钟某，时任*ST紫晶董事、财务总监李某给予警告，分别处以220万元罚款，并分别采取5年市场禁入措施；对时任*ST紫晶监事、总经理助理黄某、时任*ST紫晶副总经理焦某等多名高管给予警告，并分别处以160万元-50万元不等罚款。另一方面，各方主体在综合考虑不同投资者赔偿救济制度的适用条件、投资者获赔的充分性和有效性、赔付责任主体的意愿和能力等因素后对两家公司都做出了一定的投资者保护安排。对于*ST泽达，上海金融法院已经收到其普通代表人诉讼起诉材料，中证中小投资者服务中心发布公告，表示密切关注*ST泽达普通代表人诉讼进展，如上海金融法院受理并裁定适用普通代表人诉讼，将依法接受投资者特别授权，申请参加该案并转换特别代表人诉讼。特别代表人诉讼制度具有“默示加入、明示退出”的特征，能够一揽子解决*ST泽达的民事赔偿问题，适格投资者的合法权益可以在诉讼程序中得到保护。对于*ST紫晶，中信建投证券股份有限公司作为*ST紫晶申请首次公开发行股票的保荐机构和主承销商，与其他中介机构正在主动筹备投资者赔偿事宜，拟共同出资10亿元设立先行赔付专项基金（上述金额为公司初步估算结果，基金规模将根据最终计算的适格投资者损失赔付金额进行调整），用于先行赔付适格投资者的投资损失。先行赔付可以高效、快捷地解决紫晶存储案的民事赔偿问题，适格投资者可以积极参与先行赔付程序直接获赔，以维护自身合法权益。

总的来说，科创板首批企业退市巩固了我国新一轮退市制度改革中的法治化原则，标志着科创板也正式进入常态化退市阶段，既反映了监管部门贯彻“零容忍”要求，从严打击欺诈发行、财务造假等重大违法行为的立场和决心，又有助于优化科创板上市公司结构、提升上市公司质量，帮助科创板加速形成优胜劣汰的市场生态。

图8：2023年科创板出现首批2家退市企业


数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023.8.15）

表3：证监会对*ST泽达、*ST紫晶的欺诈发行、信息披露违法违规等重大违法行为给予了严厉处罚

公司	违法事实	处罚决定	投资者保护安排
*ST 泽达	<p>欺诈发行：(1) 在《招股说明书》第八节“财务会计信息与管理层分析”中的“财务报表”中虚增营业收入、利润，编造重大虚假内容：通过公司或全资子公司浙江金淳信息技术有限公司、苏州泽达兴邦医药科技有限公司签订虚假合同、开展虚假业务等方式，2016年-2019年累计虚增营业收入3.42亿元，虚增利润1.87亿元；(2) 在《招股说明书》第八节“财务会计信息与管理层分析”中的“资产质量分析”中未按规定如实披露关联交易，隐瞒重要事实：2017年-2019年，泽达易盛累计买入杭商资产2亿元私募基金产品，资金经杭商资产实际转入泽达易盛未披露的关联方浙江睿信信息科技有限公司、杭州银硕佳元投资发展有限公司等。(3) 在《招股说明书》第五节“发行人的基本情况”的“发行人主要股东及实际控制人的基本情况”中未按规定如实披露股权代持情况，隐瞒重要事实：经查，隋某力通过梅某持有泽达易盛600万股，通过杨某持有270万股，合计持有870万股，持股比例13.96%；泽达易盛未按规定如实披露上述股权代持。</p> <p>信息披露违法违规：(1) 《2020年年度报告》财务数据存在虚假记载：上市后，泽达易盛及其全资子公司浙江金淳、杭州泽达畅鸿信息技术有限公司签订虚假合同、开展虚假业务，虚增营业收入1.52亿元，占当期报告记载的营业收入的59.51%，虚增利润0.82亿元，占当期报告记载的利润总额的88.97%。(2) 《2020年年度报告》未按规定如实披露关联交易：2020年，泽达易盛、浙江金淳分别与鑫沅资产管理有限公司签订《鑫沅资产鑫通1号单一资产管理计划资产管理合同》《鑫沅资产鑫福3号单一资产管理计划资产管理合同》，转入鑫通1号、鑫福3号合计1.2亿元。截至2020年12月31日，泽达易盛通过鑫通1号、鑫福3号合计将1亿元投向泽达易盛关联方杭州和鑫商盈企业管理咨询合伙企业（有限合伙）。上述关联交易未按规定如实在《2020年年度报告》中披露。(3) 《2021年年度报告》虚增营业收入、利润：2021年，泽达易盛及其全资子公司杭州畅鸿签订虚假合同、开展虚假业务，虚增营业收入0.71元，占当期报告记载的营业收入的21.59%，虚增利润0.27元，占当期报告记载的利润总额的56.23%。(4) 《2021年年度报告》虚增在建</p>	<p>(1) 对*ST泽达责令改正，给予警告，并处以8600.0440万元罚款；</p> <p>(2) 对时任董事长、总经理林某罚款3800万元，且采取终身市场禁入措施；</p> <p>(3) 对时任董事、副总经理、财务总监、董秘应某罚款1300万元，且采取终身市场禁入措施；</p> <p>(4) 对时任泽达易盛财务行政中心主管、行政部副总监、监事、内审部负责人王某给予警告，并处以300万元罚款；</p> <p>(5) 对时任泽达易盛财务经理姜某给予警告，并处以250万元罚款。</p>	<p>上海金融法院已经收到泽达易盛普通代表人诉讼起诉材料，中证中小投资者服务中心发布公告，表示密切关注泽达易盛普通代表人诉讼进展，如上海金融法院受理并裁定适用普通代表人诉讼，将依法接受投资者特别授权，申请参加该案并转换特别代表人诉讼。特别代表人诉讼制度具有“默示加入、明示退出”的特征，能够一揽子解决泽达易盛案的民事赔偿问题，适格投资者的合法权益可以在诉讼程序中得到保护。</p>

公司	违法事实	处罚决定	投资者保护安排
	<p>工程: 2021年, 泽达易盛期末在建工程中, 预付浙江观滔智能科技有限公司设备款4.27亿元。其中, 预付浙江观滔0.36亿元设备款对应的在建工程没有对应实际成本发生, 虚增在建工程0.36亿元。</p>		
	<p>欺诈发行: (1)《招股说明书》虚增营业收入、利润: 2017年, 紫晶存储通过开展虚假业务, 虚增营业收入合计0.43亿元, 占当年营业收入的13.9%, 虚增利润合计0.22亿元, 占当年利润总额的35.82%; 2018年, 紫晶存储通过开展虚假业务以及提前确认收入, 虚增营业收入合计1.11亿元, 占当年营业收入的27.75%, 虚增利润合计0.39亿元, 占当年利润总额的32.59%; 2019年上半年, 紫晶存储通过开展虚假业务以及提前确认收入, 虚增营业收入合计0.67亿元, 占当年营业收入的42.97%, 虚增利润合计0.25亿元, 占当年利润总额的137.33%。(2)《招股说明书》未按规定披露对外担保: 紫晶存储《招股说明书》未按规定披露的2016年末、2017年末以及2019年上半年末对外担保余额分别为1,000万元、1,000万元、7,500.12万元。截至招股说明书签署日, 未按规定披露对外担保余额合计13,500.12万元。</p>	<p>(1) 对*ST紫晶责令改正, 给予警告, 并处以3668.52万元罚款;</p> <p>(2) 对时任董事长郑某处以2164.26万元, 且采取终身市场禁入措施;</p> <p>(3) 对时任董事罗某处以1803.55万元罚款, 且采取10年市场禁入措施;</p> <p>(4) 对时任*ST紫晶董事、总经理钟某, 时任*ST紫晶董事、财务总监李某给予警告, 并分别处以220万元罚款, 并分别采取5年市场禁入措施;</p> <p>(5) 对时任*ST紫晶监事、总经理助理黄某、时任*ST紫晶副总经理焦某等多名高管给予警告, 并分别处以160万元-50万元不等罚款。</p>	<p>中信建投证券股份有限公司作为紫晶存储申请首次公开发行股票保荐机构和主承销商, 与其他中介机构正在主动筹备投资者赔偿事宜, 拟共同出资10亿元设立先行赔付专项基金(上述金额为公司初步估算结果, 基金规模将根据最终计算的适格投资者损失赔付金额进行调整), 用于先行赔付适格投资者的投资损失。先行赔付可以高效、快捷地解决紫晶存储案的民事赔偿问题, 适格投资者可以积极参与先行赔付程序直接获赔, 以维护自身合法权益。</p>
*ST紫晶	<p>信息披露违法违规: (1) 定期报告存在虚假记载: 《2019年年度报告》中, 紫晶存储通过开展虚假业务以及提前确认收入, 虚增营业收入2.71亿元, 占当期报告记载的营业收入绝对值的52.46%, 虚增利润1.45亿元, 占当期报告记载的利润总额绝对值的94.55%; 《2020年年度报告》中, 紫晶存储通过开展虚假业务以及提前确认收入, 虚增营业收入3.28亿元, 占当期报告记载的营业收入绝对值的58.26%, 虚增利润1.69亿元, 占当期报告记载的利润总额绝对值的150.21%。(2) 未按规定披露对外担保: 紫晶存储《2019年年度报告》遗漏披露14,500.12万元对外担保事项, 占当期净资产的16.15%。2020年未按规定及时披露17,500万元对外担保事项, 占最近一期经审计净资产的19.49%, 也均未按规定在《2020年年度报告》中披露; 2021年未按规定及时披露41,790万元对外担保事项, 占最近一期经审计净资产的22.46%, 其中16,720万元也未按规定在《2021年年度报告》中披露。</p>		

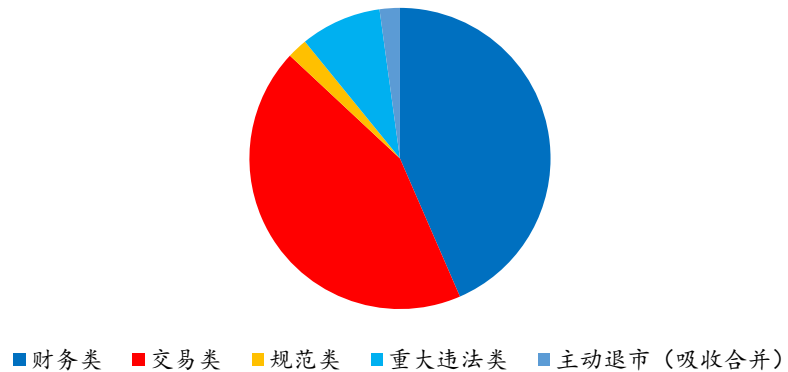
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、变化二: 交易类首次与财务类打平, 多元化退市渠道进一步畅通

“非标退市”与“1元退市”齐发威, 2023年A股退市多元化特征越发明显。从退市原因看, 若不考虑对触及多项退市指标的公司进行去重, 截至2023年8月15日, 2023年以来有20家公司触及财务类退市标准, 20家公司触及交易类退市标准, 并分别有1家触及规范类退市标准, 4家触及重大违法类退市标准。其中, 还有部分公司出现了同时触及多项退市标准的情况, 如*ST凯乐同时触及交易类、财务类、重大违法类3类退市标准。从2023年的退市情形分布我们可以发现, 2023年交易类退市、重大违法类退市数量出现大幅增长, 其中交易类退市数量从2022年的仅有1家增长至2023年的20家, 与财务类退市数量打平, 重大违法类退市数量也从2022年的1家提升至2023年的4家。这意味着退市新规的持续推进使得A股多元化退市渠道逐渐畅通。在20家触及财务类退市标准的上市公司中, 触及年报“非标”(即年报被会计师出具非标审计意见)标准的公司最多, 达17家; 其次触及“被会计师出具非标审计意见”指标, 为23家; 触及净资产标准和营收+净利润组合标准的数量相同, 均为7家。不难看出, 退市新规实施后所新增的“非标退市”情形, 已经成

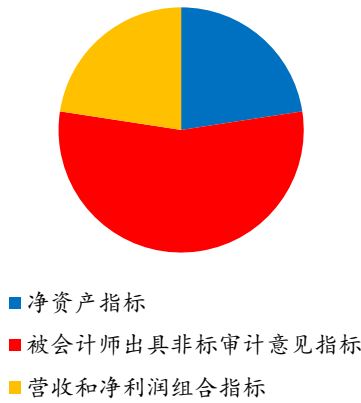
为触发上市公司退市的重要指标。按照 2020 年 12 月发布的退市新规，上市公司在上一年度财报被出具无法表示意见或否定意见的审计报告，将被实施退市风险警示，本年度财报被出具保留意见、无法表示意见或否定意见的审计报告，会触及终止上市的情形，同时审计意见还可和“营收+净利润”、“净资产”等其他财务类退市指标交叉适用。2023 年 1 月沪深交易所发布的《关于加强退市风险公司 2022 年年度报告信息披露工作的通知》中更是把审计意见类型作为退市风险公司的 4 大类重点关注事项之一，要求高度关注上期非标准审计意见涉及事项在本期的进展情况，禁止通过年末突击变更会计师事务所等方式“购买”审计意见以规避退市。自此，审计意见的重要性愈发凸显，“非标退市”逐渐成为巩固深化常态化退市机制的主要力量之一。而导致这些公司触及“非标退市”的最根本原因还是企业自身经营不善，可持续经营能力出现较大问题。而 20 家触及交易类退市标准的上市公司均为“1 元退市”，即因为“连续 20 个交易日的股票收盘价均低于人民币 1 元”而退市。2023 年以来，随着全面注册制的持续推进和退市新规的严格执行，壳资源价值急剧下降，市场炒壳之风得到明显遏制，基本面的好坏已逐渐成为决定是否应该退市的重要判断标准。而“1 元退市”的规则设计可以将那些基本面持续恶化的上市公司通过投资者“用脚投票”的方式使其股价持续低于 1 元，甚至对于部分股价极低的公司还能在 20 个交易日之前提前锁定退市，从而帮助投资者提早做出投资判断。因此，2023 年以来“1 元退市”已经成为 A 股落实市场化退市机制的重要手段，预计未来“1 元退市”的上市公司数量还会逐渐增加。

图9：2023 年交易类退市公司数量与财务类相同



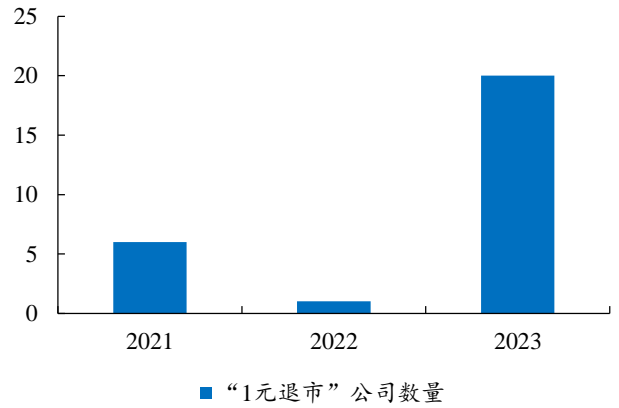
数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023.8.15）

图10: 2023年财务类退市公司以“非标退市”为主



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

图11: 2023年“1元”退市公司数量显著增长

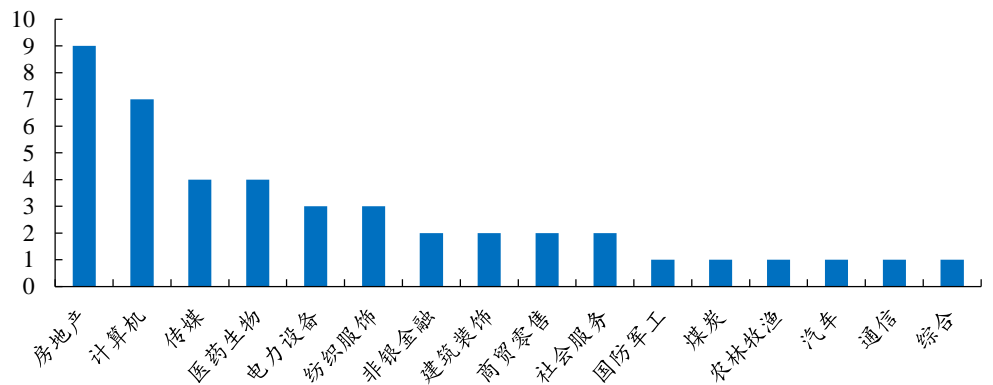


数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

3.3、变化三: 大型房企首次出现“退市潮”, 市场化退市机制进一步完善

2023年房地产行业出现大面积退市, 应退尽退的市场化退市机制正在持续发挥作用。从2023年退市公司的行业分布来看, 截至2023年8月15日, 已经确定退市的44家上市公司中有9家公司位于房地产行业, 房地产行业首次出现大面积退市。这是因为2021年以来, 房地产企业流动性危机的不断爆发以及行业的持续下行使得上市房企的业绩开始持续恶化, 从而导致部分经营不善的房地产企业在二级市场被投资者“用脚投票”, 最终触及“1元退市”情形而退市。而在这9家退市的房地产企业中, 还出现了像阳光城、蓝光发展等全国知名房企, 其中阳光城上市后, 销售额从2006年的2亿元快速增长至2020年的2180亿元, 14年间翻了1000多倍, 是当时全国知名的千亿房企。这些大型知名房企的退市意味着“应退尽退”的市场化退市机制正在A股市场持续发挥作用, 未来处于衰退期行业的、欠缺战略性眼光和可持续竞争力的上市公司会面临较大的退市风险。

图12: 2023年房地产行业退市企业数量最多



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

表4：已退市房地产企业中不乏百亿营收的大型房企

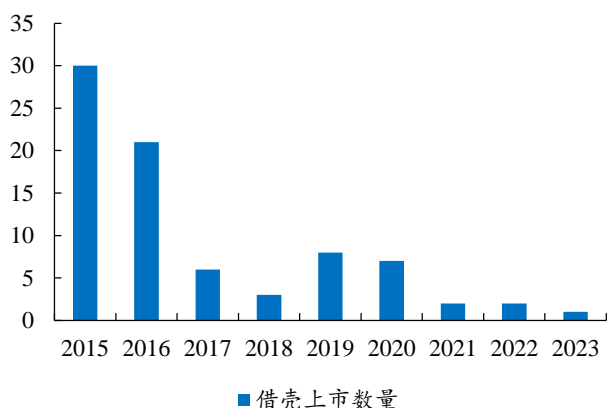
序号	证券代码	证券简称	退市阶段	触及退市指标	2022年营收(亿元)
1	000671.SZ	ST阳光城	收到终止上市决定	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	399.19
2	600466.SH	*ST蓝光	已退市并被摘牌	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	193.04
3	000732.SZ	ST泰禾	已退市并被摘牌	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	88.03
4	000540.SZ	*ST中天	已退市并被摘牌	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	84.46
5	600077.SH	*ST宋都	已退市并被摘牌	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	79.92
6	000667.SZ	ST美置	已退市并被摘牌	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	52.92
7	600393.SH	ST粤泰	已退市并被摘牌	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	14.52
8	000918.SZ	*ST嘉凯	已退市并被摘牌	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	14.51
9	000616.SZ	*ST海投	收到事先告知书	交易类(连续20个交易日股价低于1元)	0.64

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2023.8.15）

3.4、变化四：退市股炒作热情明显冷却，常态化退市理念进一步贯彻

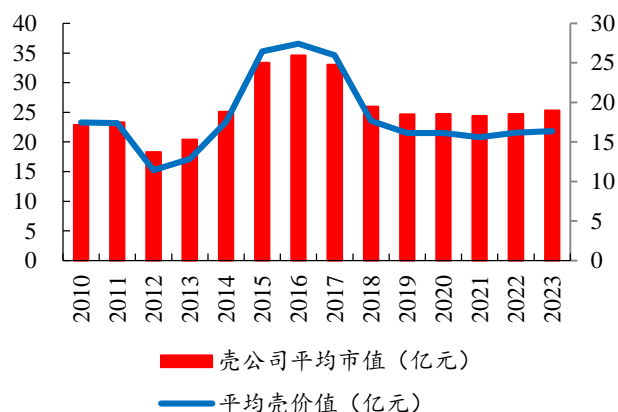
全面注册制与退市新规的双重作用使得壳公司持续贬值，2023年“戴帽公司”和退市公司的交易活跃度出现明显下降。2021年之后，随着全面注册制的稳步推进和退市新规的严格执行，借壳上市降温至冰点。从完成借壳上市的企业数量看，截至2023年8月15日，2021-2023年这三年间完成借壳上市的仅有5例，低于2020年的7例。从壳价值看，我们按总市值在40亿元以下、第一大股东持股比例小于30%、资产负债率小于100%、上一年度营业收入小于10亿元、上一年度净利润小于1亿元以及上市一年以上等六大标准筛选壳公司，并用市值法（总市值-资产公允价值）衡量壳价值。测算结果显示，壳公司的平均市值从2016年的34.62亿元下降至2023年的25.32亿元，平均壳价值则从2016年的27.43亿元持续下降至2023年的16.39亿元。壳公司的持续贬值也在较大程度上遏制了“炒壳”之风，使得ST/*ST公司的交易活跃度出现大幅下滑。截至2023年8月15日，“戴帽”企业的日均成交额由2022年的0.93亿元下降至2023年的0.53亿元，“戴帽”企业的日均换手率也从2022年的2.70%下降至2023年的1.87%。同时，退市常态化和壳价值持续贬值的双重作用使得以前热衷于炒退市股的投资者逐渐回归理性，对退市股的炒作热情明显冷却。以退市整理期的交易情况为例，2023年退市股退市整理期内的平均跌幅为67.50%，较2022年高出7.73%；平均涨停次数为1.09次，较2022年下降5.46%；平均跌停次数为0.35次，较2022年下降173.48%。这意味着“应退尽退”的常态化退市理念正逐步得到充分认可，有进有出、优胜劣汰的资本市场新生态正在逐步构建。

图13: 近三年A股完成借壳上市的数量仅有5家



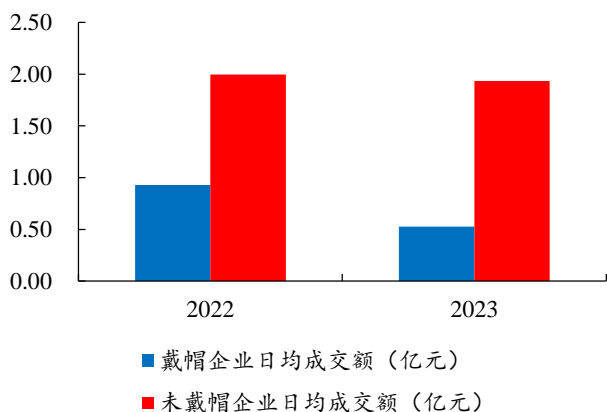
数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

图14: 2016年以来壳价值快速下行



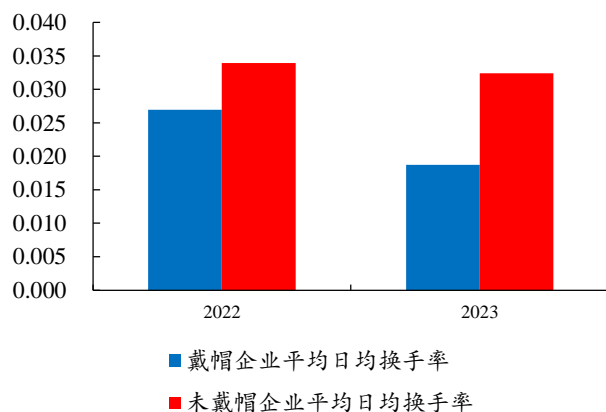
数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

图15: 2023年“戴帽”公司日均成交额显著下降



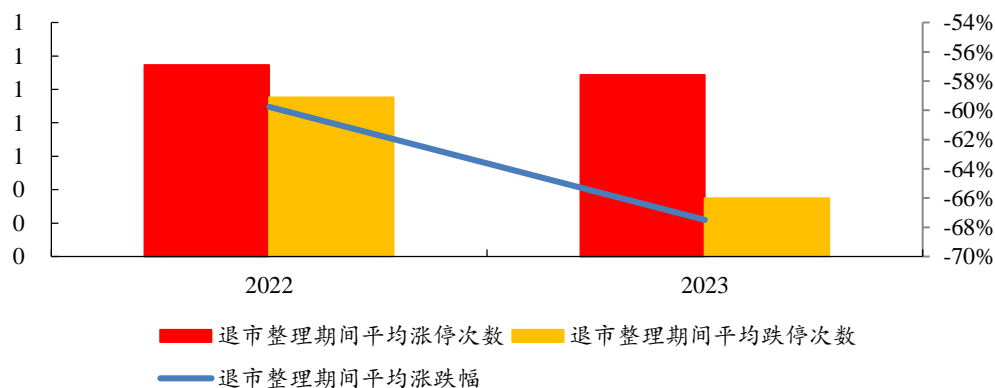
数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

图16: 2023年“戴帽”公司日均换手率也显著下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

图17: 投资者对处于退市整理期内的退市股的炒作热情明显冷却



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2023.8.15)

4、风险提示

政策变动风险、市场剧烈波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn