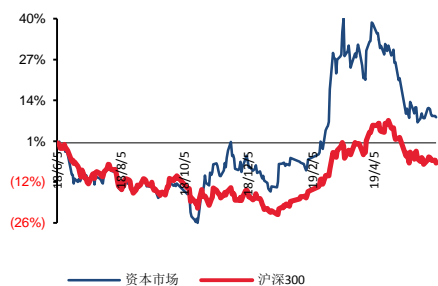


科创板专题之一——严标准、稳起步，严格退市制度护航科创板

■ 走势比较



■ 子行业评级

投资银行业
与经纪业

看好

相关研究报告：

《招商银行：500 亿元永续债获董事会通过，发行规模创新高》
--2019/06/03

《短期市场仍存在较大不确定性，建议逢低布局》--2019/06/02

《重视保险板块的长期确定性》
--2019/05/26

证券分析师：罗惠洲

电话：010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050002

报告摘要

相比于 A 股其他市场，科创板在财务类、市场类、规范类指标方面均有更严格的要求。科创板还精简了退市流程，取消了暂停上市和重新上市的环节，实现“一退到底”。严标准、简流程，助力科创板平稳起步。

科创板退市制度：未思进、先思退，严标准、稳起步。1) 科创板与纳斯达克市场均采用注册制，企业上市的速度或将大大加快，有助于壳资源实现“降温”，减少企业“保壳”的动机。2) 科创板采用了市值指标，让市场化的价值判断在决定上市企业去留的过程中发挥更大的作用。3) 科创板对标纳斯达克市场，提升了对股东数量的要求。4) 科创板取消暂停上市和重新上市的环节，将原本需要 4 年左右的退市流程缩短至 2 年以内。

A 股退市制度：历经改革，不断完善。2001 年 2 月，中国证监会发布《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》。随后，退市制度又经历了 2012 年、2014 年和 2018 年 3 次改革。自 1998 年实施退市风险警示制度以来，A 股退市企业共计 101 家，狭义的常规退市有 56 家。

同境外交易所相比，A 股市场的退市数量和比例较小。纳斯达克市场近几年退市率保持在 6% 左右，A 股市场的退市率为 0.1% 左右。A 股退市率相对较低有 4 个原因：1、核准制背景下“保壳”现象；2、缓慢的退市进程；3、事后监管的处罚力度不够；4、投资者保护机制不够完善。

科创板对 A 股退市制度的影响：增量改革解决存量问题。从数据来看，A 股市场从严退市的趋势已现。2018 年年初以来，A 股市场被暂停上市的企业 12 家，被终止上市的企业（包括完成终止上市公告的企业）共计 10 家。2018 年最严退市新规落地后，从严退市渐成监管主基调。随着科创板的正式推出，科创板退市力度从严，退市效率大幅提升，将引领 A 股构建有效的退市制度。

风险提示：资本市场改革不及预期，科创板推进速度及上市企业质量不及预期。

目录

一、A股退市制度：历经改革，不断完善	3
（一）A股退市制度的历次改革	3
（二）退市率低：核准制背景下“保壳”动机、退市进程缓慢	3
二、科创板迎史上最严退市制度：严标准、简流程	6
（一）未思进、先思退，严标准、稳起步	6
（二）严标准：优化三类退市指标，提升上市公司质量	7
（三）简流程：取消暂停上市和重新上市，缩短退市时间	8
三、科创板对A股退市制度的影响：增量改革解决存量问题	9

一、A股退市制度：历经改革，不断完善

（一）A股退市制度的历次改革

对于股票市场而言，完善的退市制度和畅通的退市渠道能够保障上市企业优胜劣汰，也能够强化发行人的退市风险意识，培育投资者的投资风险意识。对于部分存在重大经营问题的企业来说，退市将会是一个比较好的出路。回顾A股的发展历程，我们看到退市制度经历了多次改革尝试。

2001年2月，中国证监会发布《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》，力求减少证券市场上亏损公司的数目，并解决公司亏损程度增加的问题。《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》初步明确了暂停上市和终止上市的判断标准，并对暂停上市和终止上市的执行方法进行了说明。退市制度之后又经历了2012年、2014年和2018年3次改革。

图表 1：A股退市政策改革历程及标志事件

时间	政策	政策目标	标志事件
2001年	中国证监会发布《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》，A股退市机制正式开启。	减少证券市场上亏损公司的数目，并解决公司亏损程度增加的问题。	PT水仙因连续4年亏损被依法退市。
2012年	上交所、深交所分别发布《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》、《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》	提高退市制度的完备性和可操作性，并进一步保护投资者权益。	央企*ST长油因连续亏损三年，成为政策落地后的首只退市股票。
2014年	证监会出台《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》	确定出主动退市和强制退市两大体系。通过主动退市增加上市公司的自主决策权，与国际市场接轨；通过明确强制退市指标约束欺诈上市和信息披露违法情形。	2016年博元投资因重大信息披露违法被终止上市，成为首家因重大违法被终止上市的公司；次年欣泰电气成为首家因欺诈发行被强制退市的公司。
2018年	上交所、深交所分别发布《上市公司重大违法强制退市实施办法》	完善了重大违法强制退市的内容，强化了交易所对重大违法公司实施强制退市的决策主体责任。	长生生物因涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为被强制退市。

资料来源：WIND，中国证券监督管理委员会，太平洋证券整理

（二）退市率低：核准制背景下“保壳”动机、退市进程缓慢

自1998年实施退市风险警示制度以来，A股退市企业共计101家。其中，因证券置换而终止上市的有2家，因吸收合并而终止上市的有34家，因私有化而终止上市的有9

家，也即狭义的常规退市有56家。

同境外交易所相比，A股市场的退市数量和比例仍较小。以美国的纳斯达克市场为例，近几年来，其退市率保持在6%左右，而我国A股市场的退市率为0.1%左右。理论上来说，退市比例较低可能意味着更高的上市企业质量，退市比例并不应作为资本市场监管的目标（我们看到纳斯达克市场在过去三年也在降低退市比例），但5%以上的退市率某种程度上体现了纳斯达克“宽进严出”的特点。

图表 2：A 股与纳斯达克市场退市情况

年份	纳斯达克退市公司数量	纳斯达克企业数量	纳斯达克退市率	A股新退市公司数量	A股企业数量	A股退市率
2019	97	2675	3.63%	5	3639	0.14%
2018	206	2628	7.84%	5	3584	0.14%
2017	202	2516	8.03%	5	3485	0.14%
2016	259	2469	10.49%	1	3052	0.03%
2015	195	2498	7.81%	7	2827	0.25%
2014	186	2430	7.65%	1	2613	0.04%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

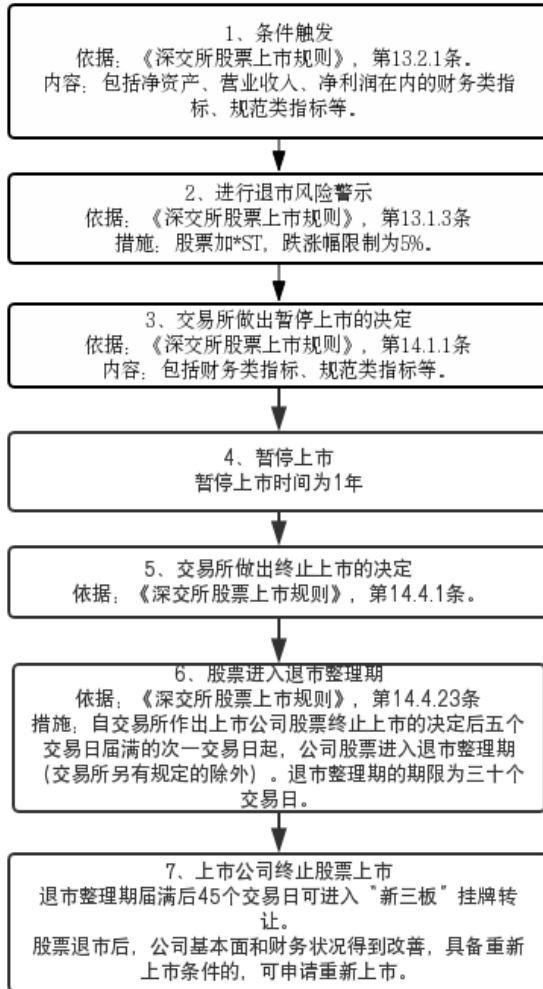
在不对比A股市场和纳斯达克市场中上市企业质量的前提下，**A股退市率相对较低**有4个原因：**1、核准制背景下“保壳”现象；2、缓慢的退市进程；3、事后监管的处罚力度不够；4、投资者保护机制不够完善。**

A股市场一直存在明显的“保壳”现象。从企业“保壳”的动机来看：一方面，由于A股市场主要采用核准制，企业上市需经历主管机构严格的“实质性”判断，上市难度较大，因此上市企业本身具有较高的壳价值。即便企业实际经营绩效不佳，出于获取壳价值的目的，企业也会通过资产重组等方式规避退市。另一方面，A股市场的退市企业被转入流动性较差的新三板，而国外市场的退市企业可以拥有多样化的选择——比如从纳斯达克市场退市的企业可以选择转入OTCBB(店头报价公告栏市场)或PINK SHEETS(粉红单市场)。从企业实现“保壳”的可行性上来看：由于A股市场在执行退市时更偏重财务类指标，企业可以通过调整非经常性损益提升净利润，进而逃避退市，实现“保壳”的目的。

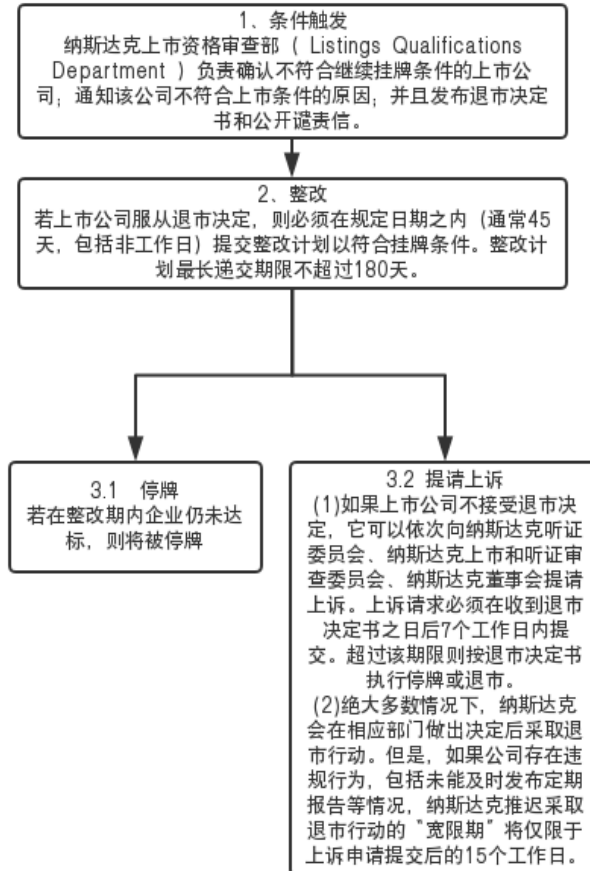
同国外市场相比，A股市场的退市进程比较缓慢。A股主板和中小板中的退市流程均包括退市风险警示、暂停上市和终止上市等环节，走完整个退市流程需要4年左右的时间。而在纳斯达克市场，从触发退市程序到最终采取退市行动，整个过程可能短至一个月，或者长至7个月。

图表 3：A 股和纳斯达克市场退市流程

A股退市流程 (以深交所主板、中小板为例)



纳斯达克退市流程



资料来源:中国证监会《美国主要证券交易所退市制度简介》,太平洋证券整理

不仅如此,此前A股监管更侧重事前、事中监管,且在事后监管过程中,行政处罚力度相对较小。美国证券交易委员会(SEC)更侧重事后监管,且处罚力度较大。2018年SEC处罚的案件数量821件,远高于同年证监会行政处罚的案件数量(310件)。或受限于监管机构的行政级别,以及上市企业及集团或资本背景等因素,A股处罚力度明显偏弱。如果排除2018年中国证监会对北八道集团高达56.7亿元的大额罚款,我国的罚款金额远低于美国同期水平。

图表 4: 证监会和 SEC 处罚案件数量及总金额 (2017-2018)

年份	证监会行政处罚案件数量	证监会罚没总金额 (亿元)	SEC 处罚案件数量	SEC 罚没总金额 (亿美元)
2017	237	75.66	754	37
2018	310	106.41	821	39.45

资料来源：中国证监会，美国证券交易委员会，太平洋证券整理

从投资保护的法律上来看，我国目前采用的投资者举证制度和证券侵权行为认定标准都有可改进之处。参考美国市场，其采用的辩方举证制度可以防止投资者因专业知识欠缺而无法合理维权的现象。

二、科创板迎史上最严退市制度：严标准、简流程

（一）未思进、先思退，严标准、稳起步

针对前述A股市场存在的退市率低、退市进程缓慢的现象，科创板参考境外市场作出了自己的探索：

首先，科创板与纳斯达克市场均采用注册制，企业上市的速度或将大大加快，有助于壳资源实现“降温”，减少企业“保壳”的动机。

其次，科创板采用了市值指标，这也是纳斯达克市场退市标准的特征。市值指标的采用可以让市场化的价值判断在决定上市企业去留的过程中发挥更大的作用，筛选出真正有发展潜力的企业。纳斯达克市场对资本市场、全球市场全球精选市场分别设立了3500万、5000万、5000万美元的市值标准。

最后，科创板对标纳斯达克市场，提升了对股东数量的要求，并且取消了暂停上市和重新上市的环节，将原本需要4年左右的退市流程缩短至2年以内，实现对A股市场“出口”的畅通。

图表 5：科创板与纳斯达克市场退市制度对比

	科创板	纳斯达克市场		
		全球精选	全球市场	资本市场
资产指标	连续2年期末净资产为负。	最近一财年或最近三财年中两年总资产低于5000万美元。		无特别规定。
利润指标	连续两年净利润或扣非净利润为负，且营业收入低于1亿元。	总营收低于5000万美元。		最近一财年或最近三财年中两年经营净利润低于50万美元。
股东指标	连续20个交易日股东数量少于400人。	总股东少于400人。		总股东少于300人。
市值指标	连续20个交易日市值低于3亿元。	市值低于5000万美元。		市值低于3500万美元。
股价指标	连续20个交易日收盘价低于股票票面价值。	连续30个交易日股价低于1美元。		
成交量指标	连续120个交易日实现的累计股票成交量低于200万股。	无特别规定。		
公众持股指标	暂停上市6个月内，社会公众股东持有的股份连续20个交易日低于公司总股本的25%，公司股本总额超过人民币4亿元的，低于公司总股本的10%。	标准一：以股东权益标准上市的公司，股东权益低于1000万美元，或公众持股数量低于75万股，或公众持股市值低于500万美元。标准二：以市值标准上市的公司，市值低于5000万美元，或公众持股数量低于110万股，或公众持股市值低于1500万美元。标准三：以总资产标准上市的公司，最近一财年或最近三财年总两年总资产或总营收低于5000万美元，或公众持股量低于110万股，或公众持股市值低于1500万美元。	公众持股量低于50万股，公众持股市值低于100万美元。	
做市商指标	/	做市商低于两家。		

资料来源：上交所，深交所，太平洋证券整理

（二）严标准：优化三类退市指标，提升上市公司质量

从财务类指标来看，科创板引入了扣非净利润和营业收入双重指标，区别于其他市场仅在企业暂停上市后才开始使用扣非净利润指标，并且科创板将营业收入的标准提高到1亿元，是其他市场的10倍。此外，科创板还强调营业收入或利润不应主要源于不具备商业实质的关联交易和与主营业务无关的贸易业务。因此，在科创板的退市标准下，上市企业将无法通过出售资产等方式提升净利润，规避退市。

从市场类指标来看，科创板的数值要求也比较高。同创业板相比，科创板在连续120个交易日累积股票成交量、连续20个交易日股东数量上的要求均为创业板的两倍。此外，科创板创造性的引入了市值标准，要求对连续20个交易日市值低于3亿元的公司执行退市。这样一来，市场的价值判断职能可以更好地在科创板发挥作用。

从规范类指标来看，科创板对信息披露的要求也更为严格。《科创板首次公开发行

股票注册管理办法（试行）》的第四章、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号》的第四节均强调应结合科创板企业的特点，制定差异化的信息披露规则。虽然主板和创业板也对信息披露做出过规定，但申报企业普遍存在“避重就轻”的现象。比如在进行风险揭示的时候，只填写“专利技术可能会超过保护期限”等行业性风险，对自身的特殊风险避而不谈，打政策的擦边球。科创板会对诸如此类的现象进行严格审查，对不负责任的企业考虑劝退处理，确保企业信息公开的质量。

图表 6：科创板与 A 股其他板块退市制度对比

		主板	中小板	创业板	科创板
财务类 指标	资产指标	上海：连续 3 年期末净资产为负。深圳：连续 2 年期末净资产为负。	连续 2 年期末净资产为负。		
	利润指标	连续 3 年净利润为负，第 4 年净利润或扣非净利润为负值。			连续两年净利润或扣非净利润为负，且营业收入低于 1 亿元。
	营业收入指标	连续 3 年营业收入低于 1000 万元。		/	
市场类 指标	股东指标	连续 20 个交易日股东人数少于 2000 人。	连续 20 个交易日股东数量少于 1000 人。	连续 20 个交易日股东数量少于 200 人。	连续 20 个交易日股东数量少于 400 人。
	市值指标	无特别规定。			连续 20 个交易日市值低于 3 亿元。
	股价指标	连续 20 个交易日收盘价低于股票票面价值。			
	成交量指标	连续 120 个交易日（不包含公司股票停牌日）实现的累计股票成交量低于 500 万股。	连续 120 个交易日（不包含公司股票停牌日）实现的累计股票成交量低于 300 万股。	连续 120 个交易日（不包含公司股票停牌日）实现的累计股票成交量低于 100 万股。	连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 200 万股。
规范类 指标	公众持股指标	暂停上市 6 个月内，社会公众股东持有的股份连续 20 个交易日低于公司总股本的 25%，公司股本总额超过人民币 4 亿元的，低于公司总股本的 10%。			
规范类 指标	异常情况	出现以下现象，暂停上市两个月内不整改或在法定期限内整改后 5 个工作日内未申请恢复上市的：1、未披露定期报告；2、未改正财务会计报告。公司被法院宣告破产或强制解散；重大违法强制退市情形，其股票被暂停上市届满 6 个月。			出现以下现象，停牌两个月内未整改的：1、会计报告存在重大差错或虚假记载；2、信息披露或规范运作等方面存在重大缺陷；最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；公司可能被依法强制解散；法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请。
	处罚		累计 36 个月内受交易所 3 次公开谴责。		

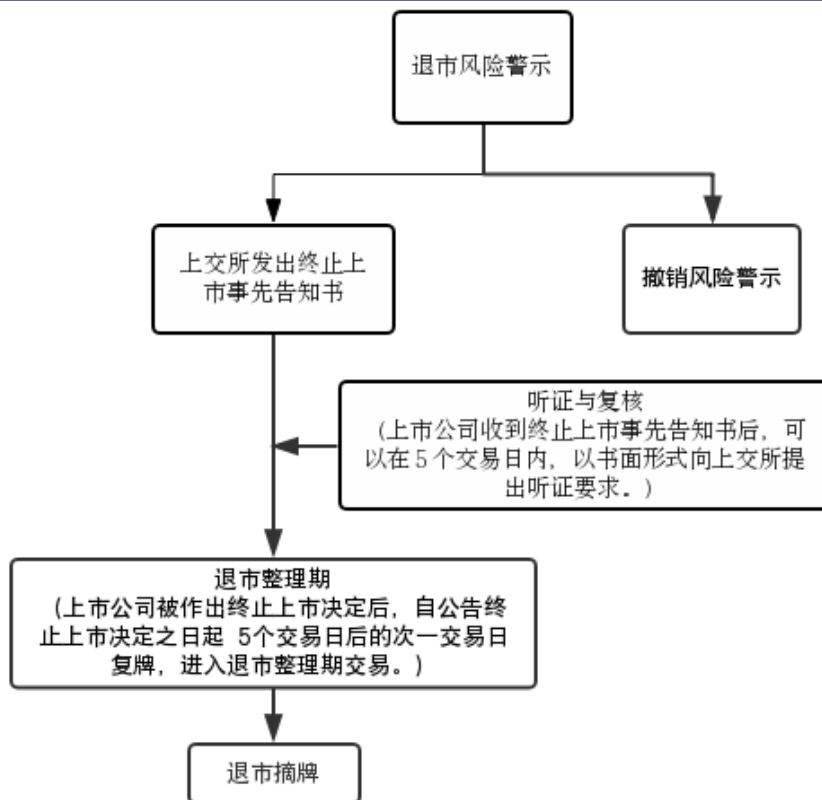
资料来源：上交所，深交所，太平洋证券整理

（三）简流程：取消暂停上市和重新上市，缩短退市时间

相比于A股其他市场，科创板精简了退市流程，取消了暂停上市和重新上市的环节，实现“一退到底”。A股其他市场的企业走完退市程序大概需要4年，而在科创板上，企业达到退市标准后，2年内即可实现退市。

由于科创板试点注册制，企业完成上市的速度将会加快。通过精简退市流程，缩短退市时间，科创板可以实现“快进快出”，维系市场活力。

图表 7：科创板退市流程



资料来源：上交所，太平洋证券整理

三、科创板对A股退市制度的影响：增量改革解决存量问题

2018年以前，我国证券市场大部分时间是处于“只进不出”的局面。2018年最严退市新规落地后，从严退市渐成监管主基调。5月11日，在中国上市公司协会2019年年会暨第二届理事会第七次会议上，证监会主席表示要探索创新退市方式，实现多种形式的退市渠道，对严重扰乱市场秩序、触及退市标准的企业，坚决退市一退到底。随着科创板的正式推出，科创板退市力度从严，退市效率大幅提升，将引领A股构建有效的退市制度。

从数据来看，A股市场从严退市的趋势已现。2018年年初以来，A股市场被暂停上

市的企业12家，被终止上市的企业（包括完成终止上市公告的企业）共计10家。触及财务类指标是上市公司被执行退市的主要原因。

图表 8：A 股市场终止上市公司及原因整理（2018-01-01 至 2019-05-30）

时间	终止上市公司及股票	原因
2018-06-15	公司：深圳市新南山控股(集团)股份有限公司 股票：深基地 B (200053)	吸收合并
2018-07-13	公司：吉林吉恩镍业股份有限公司 股票：*ST 吉恩 (600432)	触及净利润（连续 3 年亏损）、净资产、审计意见指标
2018-07-13	公司：沈机集团昆明机床股份有限公司 股票：退市昆机 (600806)	连续三年亏损
2018-07-18	公司：银基烯碳新材料集团股份有限公司 股票：烯碳退 (000511)	触及净利润（连续三年亏损）、审计意见指标
2018-12-28	公司：中外运空运发展股份有限公司 股票：外运发展 (600270)	吸收合并
2018-12-28	公司：中弘控股股份有限公司 股票：中弘退 (000979)	其它不符合挂牌的情形
2019-05-18 (公告时间)	公司：成都华泽钴镍材料股份有限公司 股票：*ST 华泽 (000693)	触及净利润、审计意见指标
2019-05-18 (公告时间)	公司：福建众和股份有限公司 股票：*ST 众和 (002070)	触及净利润、净资产、审计意见指标
2019-05-24	公司：上海普天邮通科技股份有限公司 股票：*ST 上普 (600680)	主动申请
2019-05-18 (公告时间)	公司：海润光伏科技股份有限公司 股票：*ST 海润 (600401)	触及净利润、净资产、审计意见指标

资料来源：上交所，深交所，太平洋证券整理

图表 9：A 股市场暂停上市公司及原因（2018-01-01 至 2019-05-30）

时间	暂停公司及股票	原因
2018-05-15	公司：福建众和股份有限公司 股票：*ST 众和 (002070)	最近两年连续亏损，且被会计师事务所出具无法表示意见的通知。
2018-05-29	公司：海润光伏科技股份有限公司 股票：*ST 海润 (600401)	2016 年度、2017 年度审计报告类型均为无法表示意见。
2018-07-13	公司：成都华泽钴镍材料股份有限公司 股票：华泽退 (000693)	最近三年连续亏损
2019-03-15	公司：长生生物科技股份有限公司 股票：*ST 长生 (002680)	触及重大违法强制退市情形。
2019-05-13	公司：凯迪生态环境科技股份有限公司 股票：*ST 凯迪 (000939)	连续两个会计年度财务会计报告均被注册会计师出具无法表示意见的审计报告
2019-05-13	公司：甘肃皇台酒业股份有限公司 股票：*ST 皇台 (000995)	2016 年、2017 年、2018 年三个会计年度经审计的净利润连续为负值，且 2017 年、2018 年经审计的期末净资产连续为负值。
2019-05-13	公司：湖南千山制药机械股份有限公司 股票：千山药机 (300216)	2018 年未经审计净资产为负，且 2017 年、2018 年年度财务会计报告均被注册会计师出具无法表示意见的审计报告。
2019-05-13	公司：乐视网信息技术 (北京) 股份有限公司 股票：乐视网 (300104)	2018 年年末经审计的净资产为负值。
2019-05-13	公司：金亚科技股份有限公司 股票：金亚科技 (300028)	连续三个会计年度经审计的净利润为负值。
2019-05-15	公司：山东龙力生物科技股份有限公司 股票：*ST 龙力 (002604)	连续两个会计年度经审计的净资产为负值，且两个年度财务报告被出具了无法表示意见的审计报告。
2019-05-15	公司：德奥通用航空股份有限公司 股票：*ST 德奥 (002260)	2017、2018 年度连续两年经审计的净资产为负值。
2019-05-24	公司：江苏保千里视像科技集团股份有限公司 股票：*ST 保千 (600074)	2017、2018 年度期末净资产为负值，且连续两个会计年度财务会计报告均被注册会计师出具无法表示意见的审计报告。

资料来源：上交所，深交所，太平洋证券整理

科创板不仅是以科技创新为支点赋能实体经济的重要板块，更是资本市场改革的“试验田”。科创板通过发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束等新制度以及引入中长期资金等配套措施，增量试点、循序渐进。证监会将对科创板的创新和运行情况进行综合评估，推动形成可复制、可推广的经验。在“科创板经验”的带动下，资本市场将坚持增量和存量并重，把好市场入口和出口两道关，以增量带动存量，实现市场化良性运行。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。