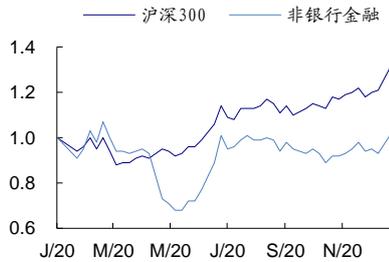


一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《关于刑法修正案打击证券期货犯罪点评: 证券市场基础制度持续优化》——2020-12-29
《保险会计政策点评: 示例分析: 聚焦保单, 利于估值》——2020-12-29
《关于证券公司主承销商独立开展主承销业务》点评: 债市互联互通更进一步》——2020-12-25
《保险行业 2021 年投资策略: 问资产, 寿险弹性几何》——2020-12-21
《证券行业 2021 年投资策略: 差异化发展即将提速》——2020-12-07

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
E-MAIL: daidanniao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

论退市制度的逻辑

● 主要内容及核心观点

我国证券行业与欧美证券行业的发展轨迹不同。我国证券行业是先有主板, 再有中小板以及科创板等, 导致上市制度在一开始就较为严格, 在一定程度上保证了企业质量, 亦提升了“壳资源”价值, 最终限制了退市制度的角色空间。而美国各板块的发展无此特定顺序, 例如 NASDAQ 是从场外交易市场逐步发展成场内交易市场, 随着其挂牌企业的成长, 才陆续设立板块, 最后才有精选板, 逐步设立更高的上市及退市标准。我们认为退市制度的演进, 最终还是取决于产业趋势和经济环境。

● 顺应时势: 产业结构定进退之法

股票交易所的发展与产业结构紧密相连。NYSE 受益于传统行业的发展, 退市制度相对简单, 强调一定的市场作用, 而 NASDAQ 顺应时代, 受益于新兴行业的发展。但新兴产业的分析难度更高, NASDAQ 的退市制度更强调一定的财务安全边际。

我们认为退市制度或可以有两方面的侧重: (1) 当产业结构以传统行业为主, 退市制度可以更加侧重市场作用, 因为传统行业的分析框架已经成型, 便于投资者形成一致预期, 不需要过多的行政干预; (2) 当产业结构以新兴产业为主, 或者为主要趋势时, 退市制度可以适当强调一定的安全边际, 因为新兴产业的分析难度更大, 易使投资者产生分歧, 或需要一定的行政指引。

● 国内退市制度: 从主板到科创板的向阳之路

一直以来, 我国资本市场的退市制度并未发挥实质作用, 实际退市企业的数量相当有限, 这之中有环境原因, 亦有制度原因。但随着我国传统产业的逐步成熟, 以及新兴产业的快速崛起, 同时注册制正全面推进, 退市制度有望迎来更大的发挥空间。在如此背景下, 我国退市制度亦逐步强调市场作用, 与产业结构大势保持紧密步伐。

● 投资建议: 对香港交易所维持“买入”评级, 目标价 513 港元

香港交易所股票业务线的发展势头大好, 预计将吸引越来越多新兴企业赴港上市。同时, 鉴于 2020 年交易量超于预期, 以及疫情对全球经济的持续影响, 势必会使得资金面持续宽松, 股票交易规模有一定持续性, 所以我们相应调整估值假设, 将目标价设为 513 港元, 维持香港交易所的“买入”评级。

● 风险提示

中国内地通货膨胀超出预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元)	总市值 (亿)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
0388.HK	香港交易所	买入	452.00	5,731	8.9	11.1	50.8	40.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

退市制度的演进最终还是取决于交易所的长期定位，而交易所的长期定位取决于产业结构。长期以来，香港交易所受限于中国香港有限的产业结构，其战略重点在于吸引全球的企业赴港上市，特别是内地企业，所以港交所并未设定严格的退市制度。发展至今，港交所逐渐迎来产业机遇，在中国换挡提质的背景下，发展势头强劲。

我们维持香港交易所的“买入”评级，给与目标价 513 港元，主要逻辑如下。香港交易所目前的核心业务是股票业务，对利润贡献的直接形式是交易量：（1）港交所的股票业务近年来发展强劲，同时在中概股回巢的背景下，未来还会有更多新兴企业赴港上市，前景一片大好；（2）鉴于全球经济对疫情的影响，未来美元的流动性还会持续充裕，所以交易量的预期对于港交所而言，不会是负面因素，同时全球投资者正在加大对中国上市企业的投资，相关的交易量预期还会持续提升。

核心假设或逻辑

第一，交易所是服务于上市企业和投资者，其制定退市制度的初衷，一是保证交易市场正常运营，二是保证其上市企业一定的财务安全边际。

第二，产业结构的变迁对股票交易所行业的影响甚大。新兴产业与传统产业不同，不具备成熟的投资分析框架，容易导致投资观点的分歧，所以当交易所定位于新兴产业时，其相关制度会与定位于传统行业的相关制度出现显著的不同。当产业结构发生改变之时，一家已经成熟的交易所往往很难迅速调整。

第三，香港交易所正处于一个时代的转折点。当下，中国经济正在提质换挡，新兴产业逐渐成为经济发展的主线。此时，香港交易所凭借其优异灵活的环境，有望获得更大的发展空间。

与市场预期不同之处

香港交易所的发展与时代紧密相关。我们从退市制度的角度来对比分析香港交易所与其他主流交易所的区别，更能体现香港交易所的时代价值。

在香港交易所挂牌的上市企业，一直以来在市值及行业分布上并不靓丽。直至近年以来，恰逢中国经济在提质换挡，香港交易所抓住机会，逐步修改上市条例，迎来众多的明星企业（市值超过 4500 亿港元），包括小米集团（2018 年 7 月）、美团（2018 年 9 月）、阿里巴巴（2019 年 11 月）、京东集团（2020 年 6 月）、农夫山泉（2020 年 9 月）、网易（2020 年 6 月）、京东健康（2020 年 12 月）等，发展势头十分强劲。

未来，随着粤港澳大湾区的逐步融合，以及全球各大指数对中国上市企业的逐步纳入，香港交易所在长远战略上可进可退，可攻可守。

股价变化的催化因素

第一，股票业务线的发展持续强劲，大量有明星效应的新兴企业赴港上市，例如字节跳动；

第二，全球投资者加大对中国上市企业的股票投资，逐步提升香港交易所股票交易量的预期。

核心假设或逻辑的主要风险

中国内地通货膨胀风险，影响与内地相关的股票交易量预期。

内容目录

顺应时势：产业结构定进退之法	5
股票市场：上市及退市基本平衡	5
产业变迁：从工业到新兴产业	6
顺应时代：交易所的产业定位	7
退市制度：演变的逻辑	12
内地退市制度：从主板到中小板	14
退市概况：过往退市作用有限	15
退市新规：更加强调市场角色	17
投资建议：港交所基本面持续提升	19
香港交易所：维持“买入”评级，目标价为 513 港元	19
香港退市制度：产业结构特殊，退市制度宽松	19
风险提示	22
国信证券投资评级	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: NYSE 和 NASDAQ 的行业结构	6
图 2: A 股退市数量	14
表 1: 美国历年来股票市场的上市及退市数据	5
表 2: NYSE 及 NASDAQ 在各行各业的上市企业数量及代表	7
表 3: NYSE 及 NASDAQ 的上市企业市值分布结构	7
表 4: 纳斯达克国家市场板块的维持上市标准	8
表 5: 纳斯达克中小市值板块的维持上市标准	8
表 6: NASDAQ 全球精选及全球市场板块的维持挂牌标准	10
表 7: NASDAQ 资本市场板块的维持挂牌标准	10
表 8: NYSE 的维持挂牌标准	11
表 9: NYSE MKT 的维持挂牌标准	11
表 10: NYSE 历年的退市结构	12
表 11: NYSE 被动退市的原因分布	12
表 12: NASDAQ 历年的退市结构	12
表 13: NASDAQ 上市公司被动退市的原因分布	13
表 14: 美国主要股票交易所的退市公司数量	13
表 15: 中国证券交易市场的创立日期	14
表 16: 2020 年末新旧退市标准比较	14
表 17: A 股退市结构	15
表 18: A 股上市企业历年行业分布	16
表 19: 上海证券交易所的退市规定	17
表 20: 深圳证券交易所的退市规定	18
表 21: 香港交易所维持上市条件	20
表 22: 中国内地企业对香港交易所的重要性	20
表 23: 香港交易所 2020 年和 2015 年的行业分布	21
表 24: 香港交易所 2010 年和 2005 年的行业分布	21
表 25: 香港交易所上市企业股价分布及市值的分布	21
表 26: 香港交易所的财务预测数据	22

资本市场是一个生态，环环相扣。我们先分析美国证券交易所，试图辨识退市制度的核心角色，然后围绕这个角色位置具体去分析退市制度的变迁逻辑。最后，在前文基础上，我们分析中国内地交易所以及中国香港交易所的退市制度。

顺应时势：产业结构定进退之法

美国股票交易市场主要有以下特征：（1）首先，就整体情况：在美国的股票交易市场内，以下主要指纽约证券交易所（以下简称 NYSE）、纳斯达克交易所（以下简称 NASDAQ）和美国证券交易所（以下简称 AMEX），上市与退市数量基本平衡，体现出退市制度在一定程度上与上市制度保持关联度，总体维持资本市场本身的活力，促进产业结构进化；（2）其次，就具体的产业结构而言，美国的两大股票交易所明显有定位差异：NYSE 定位于传统行业，积累较深，在退市制度上与传统行业有一定的契合度，而 NASDAQ 顺应时代，定位于新兴行业，随着其新兴上市企业的逐步发展，才进一步划分了板块，逐步修订退市制度，与 NYSE 有所区别。

同时，整体观察下来，我们发现退市制度的演进或有如此之逻辑：（1）当上市企业的发展较为成熟，或者市场主体的行为较为规范的时候，退市制度相对比较简单，往往只关注公众股东的占比及市值占比，保证市场的正常运营即可，典型的例子如 NYSE 和 HKEX（香港证券交易所）；（2）当上市企业大部分为中小企业，以新兴产业为主体，退市制度会更强调财务指标，保证一定的财务安全边际，典型的例子如 NASDAQ。

股票市场：上市及退市基本平衡

我们将股票退市的原因分为三类，分别是收购退市、被动退市以及主动退市等。根据 NASDAQ、NYSE 和 AMEX 的数据，美国历年的股票上市及退市的情况如下表所示。

从 1975 年到 2012 年的平均数据来看，美国交易所一直以来在退市及上市方面维持着动态平衡，期限内的上市比率为 7.5%，同期的退市比率为 8.2%，体现出交易所在市场经济的环境下对退市以及上市方面的张弛有度。

同期，在退市公司中，收购退市的比例要略高于被动退市，分别为 56.3% 和 41.1%，但两者的比重基本保持稳定，体现出交易所在退市制度的具体执行方面有一定的大局考量。

表 1：美国历年来股票市场的上市及退市数据

	数量			退市分类			新上市	退市	退市原因占比		
	上市公司	新上市	退市	收购	被动	主动			收购	被动	主动
1975 年	4775	130	176	90	86	0	2.7%	3.7%	51.1%	48.9%	0.0%
1980 年	4711	438	288	184	104	0	9.3%	6.1%	63.9%	36.1%	0.0%
1985 年	5650	513	537	262	263	12	9.1%	9.5%	48.8%	49.0%	2.2%
1990 年	5631	356	507	193	307	7	6.3%	9.0%	38.1%	60.6%	1.4%
1995 年	6856	753	529	316	202	11	11.0%	7.7%	59.7%	38.2%	2.1%
1996 年	7322	987	547	390	151	6	13.5%	7.5%	71.3%	27.6%	1.1%
2000 年	6247	537	842	560	274	8	8.6%	13.5%	66.5%	32.5%	1.0%
2005 年	4687	274	365	224	110	31	5.8%	7.8%	61.4%	30.1%	8.5%
2010 年	3878	167	320	193	109	18	4.3%	8.3%	60.3%	34.1%	5.6%
2012 年	3605	152	268	176	87	5	4.2%	7.4%	65.7%	32.5%	1.9%
1975-1996 年		11,387	8,976	4,792	4,021	163	9.2%	7.3%	53.4%	44.8%	1.8%
1997-2012 年		4,535	8,327	4,957	3,099	271	5.1%	9.5%	59.5%	37.2%	3.3%
1975-2012 年		15,922	17,303	9,749	7,120	434	7.5%	8.2%	56.3%	41.1%	2.5%

资料来源：Doidge 2015、CRSP，国信证券经济研究所整理（单位：家；新上市和退市占比的分母为上市公司数量，其余占比的分母为退市数量）

基于以上数据，我们可以初步得出以下结论：（1）在美国股票市场，退市占比的起伏基本跟随新上市占比的起伏，体现出真正意义上的市场规律，可进可出，同时事实上美国资本市场采用注册制，以“强制信息披露”为原则基础，上市流程相对便捷，上市难度较低，在一定程度上使得退市制度更有发挥空间；（2）在退市占比中，收购占比一般都是要略高于被动占比，最高时（例如 1993 年和 1983 年）前者占比是后者占比的三倍，体现出美国资本市场的活跃程度，一级股票市场的发展程度并不亚于二级股票市场。

整体而言，美国在 1975 年到 1996 年的 21 年间，上市数量达到 1.1 万家，退市数量接近 9 千家，但在 1997 年到 2012 年的 15 年间，上市数量仅为 4500 家，但退市数量仍然达到 8327 家，而且同时两个阶段的退市占比结构基本相同。

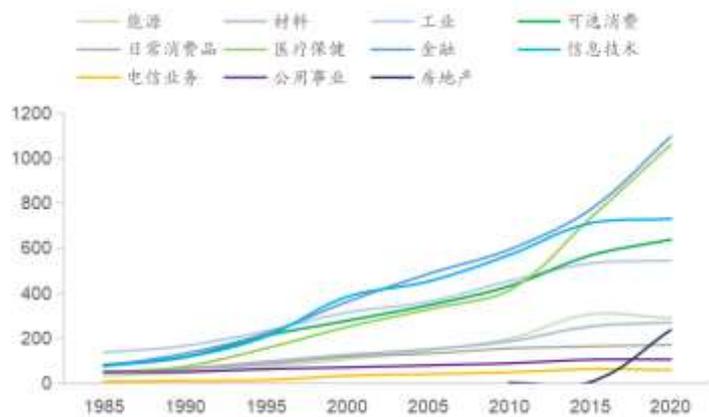
我们认为这背后有经济大势的原因：随着新兴产业结构的逐步成型，各行业的发展形势已经逐步明朗，使得交易所已经不再需要放松上市及退市标准，反而适度的提升上市及退市标准，更加有利于现有产业格局的完善。

产业变迁：从工业到新兴产业

受限于数据的可得性，我们仅从 WIND 获得部分数据，以分析 NYSE 和 NASDAQ 近年来上市企业的行业变迁。

从 1985 年至今，美国交易所经历了多轮经济主线的变迁：（1）从早期到 1995 年左右，工业企业是股票交易市场的主流之一，上市企业数量大；（2）之后，随着信息时代的来临，大量的信息技术企业以及金融企业开始批量上市，两个行业的上市企业数量开始迅速超过工业行业的上市企业数量；（3）至 2010 年，医疗保健行业的上市企业数量开始迅速上升，与金融一并成为了新的主线；（4）同时，一直以来，如果把可选消费和日常消费品合并为消费主线，那么消费主线亦是长期的主线；（5）另一方面，值得注意的是，金融行业一直以来都是成长主线，因为无论什么类型的新兴行业成为下一轮的产业结构变迁主线，金融行业作为中介的价值都是非常凸显的，可以帮助社会辨认新兴产业的投资价值，提升资源分配的效率。

图 1: NYSE 和 NASDAQ 的行业结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

以上数据符合投资者基本的预期及常识，即工业已经不再是发达国家经济发展的主要推动力，而金融、信息技术、医疗保健以及消费等才是。那么交易所，作为资本市场的核心基础设施，更是应当顺应时代，针对以上经济主线，制定对应的制度框架，提升服务效率。

顺应时代：交易所的产业定位

我们再来分析在 NASDAQ 和 NYSE 两家交易所上市的企业结构，来看看两大交易所是否在顺应时代。NASDAQ 和 NYSE 在产业定位方面差异非常大：（1）NYSE 的定位更倾向于传统行业，在能源、基础工业以及公用事业等领域的上市公司数量要明显多于 NASDAQ；（2）NASDAQ 的定位更倾向于新兴产业，在金融、医疗、多元和科技等领域的上市公司数量要明显多于 NYSE。在金融这一看似传统的领域，NASDAQ 的代表企业有 Airbnb 和 CME，NYSE 的代表企业有摩根大通和美国银行，体现出两家交易所较为明显的定位区别。

表 2：NYSE 及 NASDAQ 在各行各业的上市企业数量及代表

	基础工业	机械制造	耐用品	非耐用品	消费服务	能源	金融	医疗	多元	公用	科技	空运
NYSE	183	182	61	102	417	158	393	108	53	178	176	54
代表	宝洁	波音	ABB	可口可乐	沃尔玛	埃克森	摩根大通	强生	阿里巴巴	AT&T	甲骨文	UPS
NASDAQ	77	198	83	114	378	59	910	896	106	62	486	55
代表	钢铁动力	特斯拉	富兰克林电气	百事可乐	亚马逊	响尾蛇	Airbnb	Amgen	Paypal	T-Mobile	苹果	联合航空

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（总数包含了不同类别的普通股票）

产业定位的差异同样也表现在了市值分布的结构上。如果我们把上市企业的数量按照市值区间来排列，很明显，NASDAQ 因为倾向于新兴产业，拥有更多的中小市值企业，而 NYSE 倾向于传统产业，拥有更多的大市值企业。比较市值超过 20 亿美元的上市企业数量，NYSE 明显占优，但比较市值小于 20 亿美元的上市企业数量，NASDAQ 则更显优势。

表 3：NYSE 及 NASDAQ 的上市企业市值分布结构

	总市值	总数	<\$50M	\$50M-\$300M	\$300M-\$2B	\$2B-\$10B	\$10B-\$200B	<\$200B
NYSE	32	2542	183	375	779	652	533	20
NASDAQ	23	3508	929	838	983	498	244	16

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（总数包含了不同类别的普通股票；M 为百万，B 为十亿）

NASDAQ 的发展历程比较特别，是从场外市场发展成场内市场，天然具有定位于新兴产业的先发优势，而 NYSE 一直都在传统行业具有优势，在定位方面难以大幅转向，因为定位转向会影响方方面面的策略。举个例子，NASDAQ 是自营商市场，非常看重自营商的价值，需要一定数量的自营商为其上市企业做市，甚至规定拥有一定数量的自营商做市是上市企业维持挂牌的必要条件之一。这背后的原因之一是，在 NASDAQ 上市的很多新兴企业，不具有清晰成熟的价值评估体系，需要专业的金融中介去引导市场价格，而 NYSE 是拍卖市场，定位于传统行业，并不需要像 NASDAQ 这般如此强调自营商的角色。

鉴于 NASDAQ 的时代意义，我们接下来主要分析 NASDAQ 是如何围绕发展形势来制定维持挂牌的条件。

NASDAQ: 强调一定的财务边际

NASDAQ 的发展历程比较特别，是从场外市场发展成场内市场。根据 SEC 的官方资料，NASDAQ 最初的起源是，由全国证券协会（NASD）于 1971 年 2 月开始推行的自动报价系统，统一覆盖其场外（OTC）约 2300 多个场外证券。在成立最初，NASDAQ 不单独设立挂牌标准，只要有做市商愿意为企业做市，企业便可挂牌。在经历了一个财务年度之后，该系统已经覆盖了约 2700 多个证券，总市值达到 1100 亿美元，注册的做市商数量达到 475 家。

NASDAQ 的发展与其上市企业的发展紧密联系在一起：随着其上市企业的逐步发展，NASDAQ 才开始对其上市企业划分板块，才开始在相应板块设立并更新上市及退市的标准。

第一次分板而治：至 1982 年 4 月，NASDAQ 为旗下市值规模较大以及交易量较大的 40 只股票设立了国家市场板块（NASDAQ National Market），独立设定上市及维持挂牌的标准，而对剩余挂牌的股票不设立标准。直至 1992 年 6 月，NASDAQ 将旗下的一般板块命名为小市值市场板块（NASDAQ SmallCap Market），并设立了上市及维持挂牌的标准。剩余的股票在 NASD 运营的柜台电子布告栏挂牌（OTCBB，只要上市企业满足 SEC 的披露义务，便可在其挂牌）。截止于 2001 年 6 月，国家市场板块拥有 3570 家挂牌企业，小市值板块拥有 803 家上市企业，OTCBB 拥有 3451 家上市企业。同时，约有 6000 家企业挂牌在不受监管的粉单市场（Pink Sheets，不由 NASDAQ 或者 NASD 运营）。NASDAQ 的维持挂牌标准基本可以分为三类（与 NYSE 一致），分别是分配标准（Distribution Criteria）、财务标准（Financial Criteria）以及其他事项，包括公司治理标准。

表 4：纳斯达克国家市场板块的维持上市标准

	标准一	标准二		标准一	标准二
有形净资产	\$4m	无	股东权益	\$10m	无
市值/总资产/总收入	无	\$50m 或者 (\$50m 和 \$50m)	市值/总资产/总收入	无	\$50m 或者 (\$50m 和 \$50m)
公众持股的数量	750,000	1.1million	公众持股数量	750,000	1.1million
公众持股的市值	\$5m	\$15m	公众持股数量市值	\$5m	\$15m
最小买入价	\$1.00	\$5.00	最小买入价	\$1.00	\$3.00
持有 100 股以上股东数量	400	400	持有 100 股以上股东数量	400	400
做市商	2	4	做市商	2	4
公司治理要求	符合	符合	公司治理要求	符合	符合

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（2001 年修改过标准，已经标注；净收入为最近的财务年度或者过去三个财务年度中的两个年度）

表 5：纳斯达克中小市值板块的维持上市标准

标准	具体量化指标	标准	具体量化指标
净有形资产/市值/净收入	\$2m 或者 \$35m 或者 \$500,000	股东权益/市值/净收入（除去其他）	\$2.5m 或者 \$35m 或者 \$500,000
公众持股的数量	500,000	公众持股数量	500,000
公众持股的市值	\$1m	公众持股数量市值	\$1m
最小买入价	\$1.00	最小买入价	\$1.00
持有 100 股以上股东数量	300	持有 100 股以上股东数量	300
做市商	2	做市商	2
公司治理要求	符合	公司治理要求	符合

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（2001 年修改过标准，已经标注；净收入为最近的财务年度或者过去三个财务年度中的两个年度）

在国家市场板块，其他事项基本适用于所有挂牌的企业，而分配事项和财务标准一起分别搭配成了两套标准。两套标准的不同之处如下，其余条件相同：

(1) 标准一：有形资产需达到 4 百万美元（在 2001 年后，承认商誉价值，改为权益资产需达到 1 千万美元），同时公众持股数量达到 50 万，公众持股市值达到 1 百万美元，最小买入价 1 美元，拥有至少 300 名持有 100 股以上的股东，拥有 2 个做市商；

(2) 标准二：市值需达到 5 千万美元，或者总资产和总收入达到 5 千万美元，同时最小买入价从 1 美元提升为 5 美元（3 美元），同时公众持股数量达到 110 万，公众持股市值达到 1.5 千万美元，最小买入价 5 美元，拥有至少 300 名持有 100 股以上的股东，拥有 2 个做市商；

在中小市值板块，维持上市标准的维度基本一致：(1) 财务要求，净有形资产需达到 2 百万美元（股东权益需达到 2.5 百万美元），或者市值达到 35 百万美金，或者净收入达到 50 万美元；**(2) 分配要求，**公众持股数量达到 110 万，公众持股市值达到 1.5 千万美元，最小买入价 5 美元，拥有至少 400 名持有 100 股以上的股东，拥有 4 个做市商。

我们认为，在满足信息披露以及公司治理等最基本的要求之上，以上标准同时强调财务安全边际和市场认可度：(1) 财务要求强调基本的安全边际；(2) 分配要求强调基本的市场认可度。

在国家市场板块，当挂牌企业的净有形资产（股东权益）达到一定的要求后，NASDAQ 对其余科目的要求会适度降低，而当挂牌企业适用标准二时，选择满足市场或者总资产和总收入时，NASDAQ 对分配标准提出了更高的要求，包括公众股东的持股量和市值，以及最低买入价和做市商数量，更加强调市场的认可度，体现出 NASDAQ 一定的风险偏好。

净有形资产（股东权益）是安全边际较高的指标，此时挂牌企业只要能获得一定的市场认可度，获得一定的公众股东，将买入价维持在合理水平，便可以继续挂牌。如果挂牌企业适用于市值或者总资产和总收入的要求，那么便需要更强的市场背书，所以 NASDAQ 对此种情况提出了更高的市场参与度要求。

第二次分板而治：随着 NASDAQ 旗下部分上市企业的进一步发展，旗下上市企业之间的距离进一步拉大，NASDAQ 顺应形势，在 2006 年 7 月设立了当时在全球范围内对上市企业财务及非财务要求最高的上市板块之一，全球精选市场板块（NASDAQ Global Select Market），同时将以上两个板块分别重新命名为全球市场板块（NASDAQ Global Market）和资本市场板块（NASDAQ Capital Market）。

表 6：NASDAQ 全球精选及全球市场板块的维持挂牌标准

	权益标准	市值标准	总资产/总收入标准
股东权益	\$10 million	无	无
挂牌证券市值	无	\$50 million	无
总资产和总收入	无	无	\$50 million 和 \$50 million
公众持股	750,000	1.1 million	1.1 million
公众持股市值	\$5 million	\$15 million	\$15 million
最小买入价	\$1	\$1	\$1
股东数量	400	400	400
做市商	2	4	4

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（2006 年，million 为百万，至少满足一项标准）

表 7：NASDAQ 资本市场板块的维持挂牌标准

	权益标准	市值标准	净收入标准
股东权益	\$2.5 million	无	无
挂牌证券市值	无	\$35 million	无
总资产和总收入	无	无	\$500,000
公众持股	500,000	500,000	500,000
公众持股市值	\$1 million	\$1 million	\$1 million
最小买入价	\$1	\$1	\$1
股东数量	300	300	300
做市商	2	2	2

资料来源：NASDAQ，国信证券经济研究所整理（2006 年，million 为百万，至少满足一项标准）

NASDAQ 在第二次划分板块之后的维持挂牌标准与之前的标准基本相同：（1）在财务要求方面，还是围绕着股东权益、市值以及总资产和总收入三个维度来设置三套标准；（2）在分配要求方面，当企业不满足股东权益标准，选择市值标准或者总资产及总收入标准时，NASDAQ 强调市场的认可度。

在我们看来，NASDAQ 延续着以往的标准原则，同时注重财务安全边际和市场认可度，是对上市企业以及投资者最好的服务方式之一。正如上文中所阐述的，NASDAQ 定位于新兴产业，而新兴产业的投资难度大，分析成本高。如果依赖 NASDAQ 这一基础设施来代替市场，代替专业投资人，主动负责地去分辨企业的投资价值，难免会有舍本逐末的可能，将妨碍股票交易市场本身的价值发现功能。所以，NASDAQ 只设定一些最基本的安全边际要求，利用市场的认可度来去伪存真，是一种比较合理的策略选择。“凯撒的归凯撒，上帝的归上帝”。

NYSE: 强调一定的市场作用

我们再来简单看一下 NYSE 的维持挂牌标准，与 NASDAQ 的维持挂牌标准在重点上基本一致，但 NYSE 的量化标准更加明确简单，首先是对分配条件有明确的要求，但对股东持股的市值没有进一步的要求，其次是对全球市值及股东权益有要求，对总资产和总收入没有具体的要求。

正如我们在上文中所阐述的，NYSE 的上市企业以传统企业居多，平均市值较大，其挂牌企业的分析难度较小，所以我们认为 NYSE 可能会更加重视市场的认可度，在财务安全边际方面不做过多的要求。只有当平均全球市值开始低于 5 千万美元的时候，NYSE 便对股东权益规模有所要求，保证一定的财务安全边际。

表 8: NYSE 的维持挂牌标准

分配条件		数值条件	
条件一	股东数量不小于 400	条件一	在连续 30 个交易日内，平均全球市值不低于\$50mm，或者股东权益不低于\$50mm
条件二	股东数量不小于 1200，如果平均每月的成交量小于 100,000（最近 12 个月）	条件二	在连续 30 个交易日内，平均全球市值不低于\$15mm
条件三	公众持股数量不小于 600,000	条件三	在连续 30 个交易日内，平均收盘价不低于\$1

资料来源: NYSE，国信证券经济研究所整理（mm 为百万；2021 年，以上条件需同时满足）

同时，NYSE MKT（NYSE 的中小市值板块），在维持挂牌标准方面却是另一番图景。因为 MKT 主要是为了成长性较强的中小企业所设，所以 MKT 在财务条件方面提出了更多的要求，会关注企业净资产和财务状况，在重视市场认可度的基础上，保证一定的财务安全边际。值得注意的是，MKT 仍然非常强调市场的认可度，如果其上市公司获得一定的市场认可，即可以免除部分财务条件的约束。

（1）在分配条件方面，MKT 的要求较低，同时要求公众股东持有的股票市值不低于 1 百万美元；

（2）在财务条件方面，MKT 对企业亏损、净资产以及财务状况做出了具体的要求，保证了一定的财务安全边际；

（3）NYSE MKT 非常强调市场的认可度，当公众股东的数量、公众股东的持股数量、持股市值以及市值等达到一定的水平，则可以免除财务条件的部分具体要求。

表 9: NYSE MKT 的维持挂牌标准

量化条件	说明
分配条件（全部满足）	股东数量不少于 300 公众股东持有的股票数量不少于 200,000 公众股东持有的股票市值不小于\$1mm
财务条件（全部满足）	i.如果上市公司在过去三年中的两年持续亏损，净资产需大于\$2mm； ii.如果上市公司在过去四年中的三年持续亏损，净资产需大于\$4mm； iii.如果上市公司在过去五年中持续亏损，净资产需大于\$6mm； iv.公司的财务状况不会被损害。
如果上市公司满足以下条件，可以忽视财务条件中的前三条	i.公众股东持股数量达到 1.1mm； ii.公众股东持有股票的市值达到\$15mm； iii.持有 100 股以上的股东数量 400； iv.市值大于\$50mm，或者在过去三年中的两年，总资产和总收入达到\$50mm

资料来源: NYSE，国信证券经济研究所整理（mm 为百万；2021 年，以上条件需同时满足）

对比以上 NYSE 和 NYSE MKT 两个板块的维持挂牌标准，我们发现，NYSE 与 NASDAQ 一样，在保证一定的财务安全边际的基础上，充分利用了市场的价值发现功能，不主动甄别企业的投资价值，不做价值评判。

退市制度：演变的逻辑

对比以上 NYSE 和 NASDAQ 在退市制度方面的差异，以及两家交易所退市方面的具体数据，整体观察下来，我们发现退市制度的演进或有如此之逻辑：

(1) 当上市企业的发展较为成熟，或者市场主体的行为较为规范的时候，退市制度相对比较简单，往往只关注公众股东的占比及市值占比，保证市场的正常运营即可，典型的例子如 NYSE（纽约证券交易所）和 HKEX（香港证券交易所）；(2) 当上市企业大部分为中小企业，以新兴产业为主体，退市制度会更强调财务指标，保证一定的财务安全边际，典型的例子如 NASDAQ。

我们再用具体的退市数据来佐证以上观点。

(1) NYSE 的退市数量较 NASDAQ 较小，其中主动退市的上市企业占绝大多数，体现出以传统行业为主要交易品种的交易所在退市方面更加稳定，主动退市多，被动退市少。

表 10: NYSE 历年的退市结构

	1998	占比	1999	占比	2000	占比	2001	占比	2002	占比
总数	209	100%	254	100%	286	100%	213	100%	145	100%
主动退市	180	86%	204	80%	225	79%	148	69%	82	57%
被动退市	29	14%	50	20%	61	21%	65	31%	63	43%

资料来源: Macey 2004, 国信证券经济研究所整理

在被动退市中，因为股价低于最小要求而退市的企业最多，其次是因为市值低于最小要求。值得注意的是，在被动退市中，因为净资产/净利润低于最小要求而退市的企业数量较小，在 2000-2002 年甚至为 0。(被动退市的企业一般都会同时违反多个交易所条例，所以因各条例而退市的企业数量之和要高于被动退市企业的总数)

表 11: NYSE 被动退市的原因分布

	总共	占比	1999	占比	2000	占比	2001	占比	2002	占比
被动退市	239	100%	50	100%	61	100%	65	100%	63	100%
原因										
股价低于最小要求	123	51%	6	12%	28	46%	46	71%	43	68%
市值低于最小要求	163	68%	25	50%	44	72%	50	77%	44	70%
企业破产	73	31%	13	26%	19	31%	19	29%	22	35%
拖欠监管文件	8	3%	3	6%	1	2%	3	5%	1	2%
净资产/净利润低于最小要求	21	9%	21	42%	0	0%	0	0%	0	0%
其他	11	5%	3	6%	2	3%	2	3%	4	6%

资料来源: Macey 2004, 国信证券经济研究所整理

以上数据体现出，主要服务于传统行业的 NYSE，可以更多的关注公众股东的数量占比及市值占比，保证市场的正常运营即可，所以 NYSE 更多的强调市场作用，有一定的合理性。

(2) 在 NASDAQ 退市结构中，被动退市的占比一般都要高于主动退市，体现出以新兴行业为主要交易品种的交易所在退市方面更加偏重于大浪淘沙，主动退市少，被动退市多。

表 12: NASDAQ 历年的退市结构

	1998	占比	1999	占比	2000	占比	2001	占比	2002	占比
总数	769	100%	883	100%	475	100%	665	100%	569	100%
主动退市	280	36%	443	50%	235	49%	275	41%	289	51%
被动退市	489	64%	440	50%	240	51%	390	59%	280	49%

资料来源: Macey 2004, 国信证券经济研究所整理

在 NASDAQ 被动退市的上市企业中，因为股价低于最小要求的被动退市数量最多，其次是因为净资产/净利润低于最小要求，体现出定位于新兴产业的 NASDAQ 有必要强调一定的财务安全边际。

表 13: NASDAQ 上市公司被动退市的原因分布

	总共	占比	1999	占比	2000	占比	2001	占比	2002	占比
被动退市原因	1350	100%	440	100%	240	100%	390	100%	280	100%
股价低于最小要求	681	50%	257	58%	97	40%	218	56%	109	39%
市值低于最小要求	15	1%	0	0%	4	2%	3	1%	8	3%
企业破产及清算	194	14%	31	7%	36	15%	79	20%	48	17%
拖欠监管文件	156	12%	40	9%	31	13%	53	14%	32	11%
净资产/净利润低于最小要求	556	41%	190	43%	95	40%	138	35%	133	48%
公众持股占比不足	178	13%	93	21%	31	13%	54	14%	0	0%
公共利益	145	11%	28	6%	29	12%	71	18%	17	6%
做市商不足	78	6%	40	9%	15	6%	23	6%	0	0%
其他	128	9%	57	13%	26	11%	34	9%	11	4%

资料来源: Macey 2004, 国信证券经济研究所整理

表 14: 美国主要股票交易所的退市公司数量

	NYSE	NASDAQ	AMEX	总共
2002	145	569	33	747
2001	213	665	125	1003
2000	286	475	73	834
1999	254	873	104	1231
1998	209	769	101	1079
1997	183	688	112	983
1996	105	557	87	749
1995	102	547	77	726
总共	1497	5143	712	7352

资料来源: Macey 2004, 国信证券经济研究所整理

分交易所情况，NASDAQ 的退市量明显要高于 NYSE 和 AMEX，体现出以新兴行业为主要交易品的 NASDAQ 在退市方面的大浪淘沙。

NYSE 的退市数量在 1998 年到 2002 年间位于高位，数量庞大，其中主动退市和被动退市基本对半分。在 NASDAQ 的退市企业中，被动退市的占比要略高于主动退市（主要是收购合并），体现出定位于新兴产业的交易所退市方面会受到企业发展形势的影响，因为从概率上讲，新兴企业的成功率较低，被动退市的概率自然较高。

以上数据与我们在上文中提出的观点基本一致：（1）对于定位于新兴产业的 NASDAQ 而言，股价低于最小要求和净资产/净利润低于最小要求的退市比重最高，体现出 NASDAQ 同时注重财务安全边际和市场认可度；（2）对于定位于成熟产业的 NYSE 而言，股价低于最小要求和市值低于最小要求的退市比重最高，体现出 NYSE 更倾向于市场认可度。

内地退市制度：从主板到中小板

中国证券交易所与美国证券交易所的发展进程有所不同。中国证券交易所是先有主板，后有中小板、创业板、新三板和所谓的四板，以及最近的科创板。

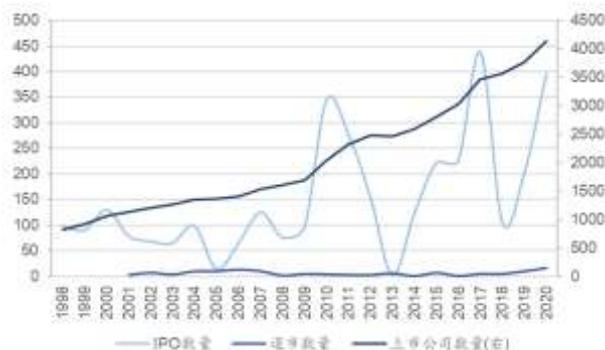
表 15: 中国证券交易所的创立日期

日期	交易市场	名称	定位	股票代码	代表企业
1990 年 12 月	沪深交易所	主板	大型蓝筹股	以 60 和 00 开头	中国平安
2004 年 05 月	深交所	中小板	中小型稳定发展企业	以 002 开头	比亚迪
2009 年 10 月	深交所	创业板	科技成长型企业	以 300 开头	金龙鱼
2013 年 01 月	场外市场	新三板	创业型中小企业	旧的 430, 新的 830 和 870	永安期货
2015 年 05 月	场外市场	四板	中小微企业	不统一	
2018 年 11 月	上交所	科创板	科技创新企业	以 688 开头	中芯国际

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在如此的历程之下，中国证券行业是先对质量较优的企业制定上市和退市标准，而后再完善制度体系，同时在审批制度下，壳资源价值凸显，所以我国近年来退市数量不多，有多方面的原因。

图 2: A 股退市数量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 个)

直至后续中小板、创业板、近年科创板的创立以及近年的注册制改革，同时我国产业结构也发生了较大的变化，经济大势正处于提质换挡的阶段，在如此大势之下，我国证券行业才持续推动退市制度的改革，开始逐步强化市场的作用。

表 16: 2020 年末新旧退市标准比较

	之前标准	新标准
财务类	连续三年或四年亏损	连续两年净利润亏损（扣非前后较低值）且营业收入低于 1 亿元
交易类	面值退市	一元退市（连续 20 个交易日） 新增：连续 20 个交易日市值低于 3 亿元
规范类		新增：信息披露、运作存在重大缺陷 新增：半数董事对年报半年报不保真
违法类	IPO 造假、财务造假	明确财务造假判定标准
退市流程	连续三年亏损暂停上市	取消暂停上市及恢复上市
退市整理期	30 个交易日	15 个交易日 整理期首日不设涨跌停板 交易类退市不设整理期
风险提示		一年触及财务类即 ST 适度扩大其他风险警示适用情形 深交所设“风险警示板”，单日买入不得超过 50 万股

资料来源: 东方财富研究中心《图解：新旧退市标准比较及历年退市统计》，国信证券经济研究所整理

退市概况：过往退市作用有限

一直以来，我国 A 股退市企业的数量比较少，与上市公司数量相比，寥寥无几，体现出我国资本市场确实需要在退市制度方面持续改善。

从历年 A 股退市的结构来看，在这 126 家退市企业中：（1）主动退市的企业达到 46 家，包括私有化、吸收合并和证券置换，而被动退市的企业达到 80 家，远高于主动退市的企业；（2）在被动退市的企业中，连续四年亏损的企业数量为 21 家，反而因为股价低于面值而退市企业数量仅为 1 家；（3）在被动退市的企业中，有 41 家企业在退市之时股价低于 1 元，同时有 51 家企业在退市之时净资产为负数，共 92 家，覆盖了 66 家被动退市的企业，覆盖率达到 82.5%。

表 17: A 股退市结构

退市原因及年份	数量	退市原因及年份	数量	退市原因及年份	数量
股价低于面值	1	私有化	9	其它不符合挂牌的情形	50
2019 年	1	2006 年	7	2001 年	1
连续三年亏损	1	2008 年	1	2002 年	2
2020 年	1	2013 年	1	2003 年	3
连续四年亏损	21	吸收合并	35	2004 年	4
2001 年	2	2004 年	2	2005 年	7
2002 年	5	2006 年	1	2006 年	2
2003 年	1	2007 年	4	2007 年	2
2004 年	4	2008 年	1	2013 年	2
2005 年	2	2009 年	5	2014 年	1
2007 年	3	2010 年	3	2016 年	1
2015 年	2	2011 年	3	2017 年	2
2018 年	1	2012 年	3	2018 年	3
2020 年	1	2013 年	3	2019 年	7
暂停上市后未披露定期报告	7	2015 年	5	2020 年	13
2005 年	1	2017 年	3	证券置换	2
2006 年	3	2018 年	1	1999 年	1
2007 年	1	2019 年	1	2010 年	1
2019 年	1				
2020 年	1				

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于以上事实，我们发现：（1）长期以来，我国退市制度并未发挥显著的作用；（2）我国以往的退市制度更加强调财务安全边际；（3）一元退市标准和净资产标准在 A 股市场同样适用。

回顾以往，过去我国经济处于百业待兴的局面，产业结构以传统企业为主，各企业的成长性并不凸出，分析难度也较小，所以单一的财务指标是适用的。在中国经济换挡提质的节点，新兴产业正逐渐变成产业主线，而过于强调净亏损等单一财务指标，变得不再符合时宜。在充分竞争的市场中，企业需要持续投入以获取竞争优势，无可厚非，尤其是在新兴产业中，企业为了率先实现市场主动权，往往需要持续亏损多年，以培育市场或者构建基础设施等，同时随着企业战略的逐步兑现，企业的投资价值和社会价值会相应提升。非常典型的例子是，京东集团曾经连续 8 年亏损。

表 18: A 股上市企业历年行业分布

	1995	2000	2005	2010	2015	2019	2020	增加
SW 机械设备	220	220	220	220	273	357	410	53
SW 化工	25	125	156	225	269	350	390	40
SW 医药生物	25	78	115	159	210	318	363	45
SW 电子	13	37	50	104	162	263	312	49
SW 计算机	58	58	58	58	152	228	260	32
SW 电气设备	48	48	48	48	155	193	218	25
SW 汽车	2	3	3	2	128	185	199	14
SW 公用事业	17	53	72	85	120	168	186	18
SW 传媒	50	50	50	50	72	169	171	2
SW 轻工制造	7	33	47	77	100	135	148	13
SW 房地产	45	79	89	150	154	144	138	-6
SW 建筑装饰	21	21	21	21	80	133	137	4
SW 有色金属	1	24	47	67	101	119	130	11
SW 交通运输	12	49	69	89	100	123	128	5
SW 通信	63	63	63	63	63	104	113	9
SW 食品饮料	7	41	49	60	78	99	112	13
SW 商业贸易	31	76	82	93	95	100	101	1
SW 纺织服装	13	47	64	79	85	85	92	7
SW 农林牧渔	5	39	53	63	87	88	91	3
SW 非银金融	36	36	36	36	40	80	88	8
SW 国防军工	16	16	16	16	32	68	80	12
SW 建筑材料	67	67	67	67	74	70	74	4
SW 家用电器	19	37	38	41	64	64	72	8
SW 采掘	1	15	22	38	64	68	67	-1
SW 休闲服务	3	25	27	33	38	38	42	4
SW 钢铁	3	24	28	35	35	34	37	3
SW 银行	16	16	16	16	16	36	37	1
SW 综合	25	43	33	46	51	36	35	-1
总和	849	1423	1639	2041	2898	3855	4231	376

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在此背景下，我国的新退市制度采用了一元退市标准，同时新增了“20 个交易日市值均低于 3 亿元”，全面强化了市场在退市制度中的角色，充分利用了市场的价值发现功能，有利于未来从事新兴产业的企业上市融资。

同时，在财务标准方面，新退市制度取消了单一的净利润及收入要求，代之以组合指标，即“连续 2 年净利润亏损（亏非前后较低者）且营业收入低于 1 亿元”。组合指标较以往的指标更加适合成长型企业，给与了成长型企业更高的费用投入自主权。

退市新规：更加强调市场角色

在 2020 年末，深交所和上交所分别颁布了新的退市制度，首次提出了“连续 20 个交易日市值均低于 3 亿元”以及“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元”等退市规定，较旧的退市制度更加强调市场的作用。同时，新的退市制度在财务类指标中，取消了单一净利润和营收指标，改为组合指标，“净利润（扣非前/后孰低者）为负且营收低于 1 亿元”，减少了退市制度对企业发展的负面影响，避免企业单方面为了满足制度要求而改变发展节奏。整体而言，退市新规更加重视市场的价值发现功能，同时亦保证了一定的财务安全边际。

具体来看，新规则所称的退市包括强制终止上市（简称强制退市）和主动终止上市（简称主动退市）。强制退市分为交易类强制退市、财务类强制退市、规范类强制退市和重大违法类强制退市等四类情形。

上海证券交易所将退市情形按照指标类别，分为交易类、财务类、规范类和重大违法类四大类，如下所示。

表 19：上海证券交易所的退市规定

分类	序号	说明
交易类强制退市	1	在本所仅发行 A 股股票的上市公司，连续 120 个交易日通过本所交易系统实现的累计股票成交量低于 500 万股，或者连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元；
	2	在本所仅发行 B 股股票的上市公司，连续 120 个交易日通过本所交易系统实现的累计股票成交量低于 100 万股，或者连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元；
	3	在本所既发行 A 股股票又发行 B 股股票的上市公司，其 A、B 股股票的成交量或者收盘价同时触及本条第（一）项和第（二）项规定的标准；
	4	上市公司股东数量连续 20 个交易日（不含公司首次公开发行股票上市之日起 20 个交易日）每日均低于 2000 人；
	5	上市公司连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元；
	6	本所认定的其他情形。
财务类强制退市（1 次警示，连续 2 次终止退市）	1	最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元；
	2	最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值；
	3	最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值；
	4	中国证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及第（一）项、第（二）项情形的；
	5	本所认定的其他情形。
规范类强制退市（实施退市风险警示）	1	因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未改正；
	2	未在法定期限内披露半年度报告或者经审计的年度报告，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未披露；
	3	因半数以上董事无法保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性，且未在法定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未改正；
	4	因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被本所要求限期改正但公司未在规定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未改正；
	5	因公司股本总额或股权分布发生变化，导致连续 20 个交易日不再具备上市条件，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 1 个月内仍未解决；
	6	公司可能被依法强制解散；
	7	法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请；
	8	本所认定的其他情形。
重大违法类强制退市	1	上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；
	2	上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。

资料来源：上海证券交易所，国信证券经济研究所整理

深圳证券交易所退市情形按照类别分节规定退市标准和退市程序，具体分为交易类、财务类、规范类和重大违法类，如下所示。

表 20：深圳证券交易所的退市规定

分类	序号	说明
交易类强制退市	1	在本所仅发行 A 股股票的公司，通过本所交易系统连续一百二十个交易日股票累计成交量低于 500 万股
	2	在本所仅发行 B 股股票的公司，通过本所交易系统连续一百二十个交易日股票累计成交量低于 100 万股
	3	在本所既发行 A 股股票又发行 B 股股票的公司，通过本所交易系统连续一百二十个交易日其 A 股股票累计成交量低于 500 万股且其 B 股股票累计成交量同时低于 100 万股
	4	在本所仅发行 A 股股票或者仅发行 B 股股票的公司，通过本所交易系统连续二十个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元
	5	在本所既发行 A 股股票又发行 B 股股票的公司，通过本所交易系统连续二十个交易日的 A 股、B 股每日股票收盘价同时均低于 1 元
	6	公司连续二十个交易日在本所的股票收盘市值均低于 3 亿元
	7	公司连续二十个交易日公司股东人数均少于 2000 人
	8	本所认定的其他情形
财务类强制退市（实施退市风险警示）	1	最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 1 亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于 1 亿元；
	2	最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值；
	3	最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；
	4	中国证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度财务报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及本条第（一）项、第（二）项情形的；
	5	本所认定的其他情形
规范类强制退市（实施退市风险警示）	1	未在法定期限内披露年度报告或者半年度报告，且在公司股票停牌两个月内仍未披露；
	2	半数以上董事无法保证年度报告或者半年度报告真实、准确、完整，且在公司股票停牌两个月内仍有半数以上董事无法保证的；
	3	因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但未在要求期限内改正，且在公司股票停牌两个月内仍未改正；
	4	因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被本所要求改正但未在要求期限内改正，且在公司股票停牌两个月内仍未改正；
	5	因公司股本总额或者股权分布发生变化，导致连续二十个交易日不再符合上市条件，在规定的期限内仍未解决；
	6	公司可能被依法强制解散；
	7	法院依法受理公司重整、和解或破产清算申请；
	8	本所认定的其他情形。
重大违法强制退市	1	上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，其股票应当被终止上市的情形；
	2	公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。

资料来源：深圳证券交易所，国信证券经济研究所整理

对比我国与美国股票市场的行业分布，我国金融行业的新上市企业数量明显少于美国，体现出我国金融行业的活力有待进一步释放，金融行业作为资源中介的角色价值有待挖掘。正如我们在上文中所阐述的，随着新兴产业的大发展，行业及企业的分析难度更大，资源分配的难度更大，在此背景下，金融行业的发展应当顺势而上，承担起应有的中介责任。

投资建议：港交所基本面持续提升

香港交易所：维持“买入”评级，目标价为 513 港元

香港交易所目前的发展主线是股票证券。围绕着股票证券，我们主要关注两个方面：（1）新兴企业的赴港上市形势；（2）股票交易量。

（1）新兴企业的赴港上市趋势十分明朗：近年来一众科技企业及生物医药企业赴港上市，未来在中概股回巢的背景下，还会有更多新兴企业选择赴港上市，包括据媒体披露的字节跳动，发展形势较好。

（2）从投资的角度出发，如果香港交易所的基本面正如上所述在持续提升，那么从理论上讲，香港交易所的股价也应当持续提升。除非（1）加息导致资金成本上升，估值下滑，或者（2）投资者对香港交易所的交易量预期出现拐点，或可能因为资金面收紧等原因，否则香港交易所的股价不应当出现下滑的趋势。自 1983 年以来，中国香港实行港元与美元挂钩的联系汇率制，香港资本市场的流动性与美元流动性直接挂钩，所以只要美元流动性保持充裕，香港资本市场的流动性则无虑。在 2021 年，参考疫情对全球经济的影响，美联储势必还会保持美元的流动性，那么香港交易所的流动性预期势必也仍然保持良好态势。同时，根据 Wind 数据，沪深港通在 2020 年继续保持强劲发展的态势，其中北向总成交额约为 21 万亿元，南向总成交额约为 5 万亿元，而港股市场的总成交额约为 29 万亿港元，从总量上看，沪深港通的总交易量对于港交所而言越来越重要。如此，则沪深港通对交易所的重要性也在提升。从短期看，该影响转为负面因素的可能性并不大，同时与以上利好因素相比，影响程度并不显著。

综合以上，香港交易所的（1）股票业务线保持强劲发展势头，同时（2）交易量受海外资金面的持续刺激，不会成为负面因素，所以我们继续给与香港交易所“买入”评级。

同时，考虑到疫情对全球经济的持续影响，以及 2020 年的整体交易额超出我们之前的预期，我们相应调整分红折现模型（在之前的深度报告中阐述过），将 1-10 年的分红折现率下调至 6%，将未来 1-10 年的收入成长率上调至 13%，得出目标价 513 港元。

香港退市制度：产业结构特殊，退市制度宽松

与美国交易所和内地交易所的退市制度相比，香港交易所的退市制度相当宽松，不设定 1 港元股价标准，不设定具体的财务量化标准，对收入和净利润，甚至是净资产都不设标准，重原则，即发行人拥有足够的资产可以保持正常运营即可。同时，香港交易所强调交易原则，并设定量化标准，只要上市企业拥有一定的公众持股人，能够保持市场的正常运作即可。

如下表所示，香港交易所并没有单独制定维持上市的标准，而是直接沿用部分《上市规则》，整体框架相对简单，只对公众持股数量以及上市市值设定量化标准，保证有关市场可以正常运作，在财务方面不设量化标准，拥有更大的自由裁量权。

表 21: 香港交易所维持上市条件

维持上市条件	《上市规则》的相应内容
(1) 本交易所认为公众人士持有的证券数量不足 (参阅《上市规则》第 8.08(1)条); 或	(a) 无论何时, 发行人已经发行股份数目总额必须至少 25% 由公众人士持有。 (b) 对于那些拥有一类或以上证券 (除了正申请上市的证券类别外) 也拥有其他类别的证券) 的发行人, 其上市时由公众人士持有 (在所有受监管市场 (包括本交易所) 上市) 的证券总数, 必须占发行人已发行股份数目总额至少 25%。然而, 正申请上市的证券类别, 则不得少于发行人已发行股份数目总额的 15%, 而其上市时的预期市值也不得少于 1.25 亿港元。 (c) 尽管证券无论何时均须维持指定的最低百分比由公众人士持有, 但若发行人是《收购守则》下一项全面收购 (包括私有化计划) 所涉及的对象, 本交易所可考虑给与发行人一项临时的豁免, 即暂时豁免其遵守最低公众持股量的规定, 让其在可接受要约的期限结束后的一段合理时期内将百分比恢复至所规定水平。如获得此项豁免, 发行人须在豁免期结束后立刻恢复所规定的最低公众持股量百分比。 (d) 如发行人预期在上市时的市值逾 100 亿港元, 另外本交易所亦确信该等证券的数量, 以及其持有权的分布情况, 仍能使有关市场正常运作, 则本交易所可酌情接纳介乎 15% 至 25% 之间的一个较低的百分比, 条件是发行人须于其首次上市文件中适当披露其获准遵守的较低公众持股量百分比, 并与上市后的每份年报中连续确认其公众持股量符合规定 (参阅《上市规则》第 13.35 条)。此外, 任何拟在香港及香港以外地区市场同时推出的证券, 一般须有充分数量 (事前须与本交易所议定) 在香港发售。
(2) 本交易所认为发行人所经营的业务不符合《上市规则》第 13.24 条的规定; 或	(1) 发行人经营的业务 (不论由其直接或间接进行) 须有足够的业务运作并且拥有相当价值的资产支持其营运, 其证券才得以继续上市。 (2) 在考虑发行人是否符合《上市规则》第 13.24 (1) 条的规定时, 发行人及其附属公司 (根据《上市规则》第二十一章上市的投资公司除外) 的自营证券交易及/或投资业务一般不包括在内。
(3) 本交易所认为发行人或其业务不再适合上市。	

资料来源: HKEX, 国信证券经济研究所整理

从以上事实可以看出, 在维持上市标准中, 香港交易所并不主动干涉市场。(在首次上市标准中, 港交所财务标准方面设置了一系列的量化标准) 只要上市企业能维持一定的公众持股人, 能使市场正常运作即可, 即使上市企业的股价低, 成交量低, 变成仙股也无所谓。香港交易所之所以能如此“尊重”市场, 我们认为有以下原因: (1) 香港股票市场的机构投资者是主流, 投资者相对成熟, 不需要交易所引导市场甄别企业投资价值; (2) 香港经济规模有限, 本地上市企业并非主流, 同时香港交易所面对的竞争有限, 港交所在一定程度上没有必要进一步区分板块, 没有必要在战略上有定位区别, 所以没有必要设置严苛的退市标准。

(1) 受限于香港本地经济规模, 对香港交易所业务发展贡献较大的上市企业基本来自内地。

表 22: 中国内地企业对香港交易所的重要性

	2020 年 12 月	2019 年 12 月	2018 年 12 月
H 股(只)	291	284	267
红筹股(只)	176	173	164
内地民营企业 (只)	852	784	715
市价总值 (占整体市价总值百分比)	80.10%	73.20%	67.50%
成交金额 (占整体股份成交金额百分比)	89.30%	82.60%	79.10%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截止于 2021 年 1 月 8 日, 主板及 GEM)

(2) 香港交易所近年来的行业转变非常大, 从传统行业逐步过渡到新兴行业, 发展势头非常好: 在 2005 年, 对交易量和市值贡献较大的行业依次是金融业、能源业、地产建筑业和电讯业, 至 2020 年, 以上排序依次为资讯科技业、金融业、消费业、地产以及医疗保健等。

表 23: 香港交易所 2020 年和 2015 年的行业分布

排名	2020 年	上市公司数目	市值占比	交易量占比	排名	2015 年	上市公司数目	市值占比	交易量占比
1	非必需性消费	530	12.32	14.58	1	消费品制造业	431	11.44	13.04
2	地产建筑业	442	10.99	7.72	2	地产建筑业	276	14.41	14.09
3	工业	250	3.44	5.11	3	工业	212	4.67	6.62
4	金融业	204	17.05	17.01	4	消费者服务业	164	6.26	5.26
5	资讯科技业	165	35.52	35.75	5	金融业	146	29.4	31.45
6	医疗保健业	144	5.9	7.08	6	原材料业	132	1.76	2.11
7	原材料业	131	1.18	1.89	7	资讯科技业	129	8.6	10.16
8	必需性消费	108	4.34	3.36	8	能源业	70	3.54	5.02
9	公用事业	77	3.34	1.89	9	公用事业	56	5.98	5.49
10	能源业	69	1.61	2.09	10	电讯业	15	9.24	4.18
11	综合企业	22	1.37	0.94	11	综合企业	13	4.71	2.56
12	电讯业	14	2.93	2.57		总和	1644	24,425,555	100
	总和	2,156	45,619,419	100					

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截止于 2021 年 1 月 8 日; 市值总和单位: 百万港元)

表 24: 香港交易所 2010 年和 2005 年的行业分布

排名	2010 年	上市公司数目	市值占比	交易量占比	排名	2005 年	上市公司数目	市值占比	交易量占比
1	消费品制造业	316	10.58	13.61	1	消费品制造业	288	6.76	4.74
2	地产建筑业	194	12.64	11.55	2	地产建筑业	162	14.24	19.14
3	服务业	191	8.1	7.23	3	服务业	157	7.18	7.22
4	工业制品业	112	2.21	4.92	4	工业制品业	102	1.61	3.1
5	原材料业	111	3.29	6.25	5	金融业	96	31.24	28.29
6	金融业	101	32.88	29.46	6	资讯科技业	85	3.21	2.48
7	资讯科技业	97	3.95	4.41	7	原材料业	73	2.92	5.4
8	能源业	49	8.06	10.67	8	能源业	26	7.42	14.75
9	公用事业	36	3.42	3.09	9	综合企业	26	6.04	4.12
10	综合企业	22	5.6	4.8	10	公用事业	17	2.98	1.95
11	电讯业	15	9.28	4	11	电讯业	16	16.4	8.81
	总和	1244	20,942,284	100		总和	1048	20,536,463	100

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截止于 2021 年 1 月 8 日; 市值总和单位: 百万港元)

(3) 中小市值企业数量较多: 截止于 2020 年 12 月, 港股主板的上市企业数量为 2170 家, 创业板有 368 家, 总计 2538 家, 但其中股价小于 1 港元的企业有 1459 家, 占比达到 67%, 同时, 在港股上市企业中, 共计有 1350 家企业的市值小于 10 亿港元, 2060 家企业的市值小于 100 亿港元, 占比分别达到 53% 和 81%, 而市值超过 1000 亿的企业仅有 142 家, 占比仅 5.5%。

表 25: 香港交易所上市企业股价分布及市值的分布

	股价<1 港元	市值<3	市值在 3-30 之间	30-100	100-600	600-1000	1000-10000	>10000
企业数量	1459	825	939	297	305	60	125	17

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截止于 2021 年 1 月 8 日)

目前, 香港交易所正逐步吸引大型新兴企业赴港上市, 于 2018 年 4 月, 在其《上市规则》中新增三个章节, 分别是“第 8A 章: 支持不同投票权公司上市”、“第 18A 章: 支持未有收益的生物科技公司上市”、“第 19C 章: 支持第二上市”, 迎来了一众明星企业(市值超过 4500 亿港元), 包括小米集团(2018 年 7 月)、美团(2018 年 9 月)、阿里巴巴(2019 年 11 月)、京东集团(2020 年 6 月)、农夫山泉(2020 年 9 月)、网易(2020 年 6 月)、京东健康(2020 年 12 月)等, 发展势头十分强劲。

表 26: 香港交易所的财务预测数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	15,867	16,311	19,697	24,358	31,644
(+/-%)	20%	3%	21%	24%	30%
净利润(百万港元)	9,312	9,391	11,242	14,081	18,591
(+/-%)	26%	1%	20%	25%	32%
摊薄每股收益(港元)	7.5	7.5	8.9	11.1	14.7
EBITDA Margin	74%	75%	74%	74%	75%
净资产收益率(ROE)	24%	21%	22%	26%	28%
市盈率(PE)	60	60	51	41	31
市净率(PB)	14	13	11	10	10

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截止于 2021 年 1 月 11 日)

风险提示

中国内地通货膨胀超出预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032