

证券研究报告

证券

强于大市（维持）

证券分析师

王维逸

投资咨询资格编号:S1060520040001

邮箱 wangweiyi059@pingan.com.cn

研究助理

郝博韬

一般证券从业资格编号:S1060120010015

邮箱 haobotao973@pingan.com.cn



赴美上市信披要求升级，关注CDR回A机会

事项：

8月1日，证监会新闻发言人答记者问，就7月30日SEC所发布《关于中国近期态势的投资者保护声明》（Statement on Investor Protection Related to Recent Developments in China，以下简称声明）进行回应。

平安观点：

- **SEC增加多项信披要求。**1)对采用VIE架构赴美上市中国企业，新增3项信披要求：①在业务描述中清晰区分壳公司及中国运营公司。②说明中国运营公司及投资者面临因中国政策调整而导致的业绩、财务及合同安排可执行性风险。③增加详细的财务信息（包括量化指标），以便投资者了解VIE及发行人间的财务关系。2)对全部拟赴美上市中国企业，SEC重点新增2项信披要求：①说明运营公司和发行人（如适用）是否获得中国政府赴美上市许可；许可可能被拒绝或撤销的风险以及被撤销时的披露义务。②说明如连续三年无法保障美国公众会计监察委员会（PCAOB）对发行人的会计师事务所进行检查，则面临摘牌风险。3)声明同时表示：未来将继续要求所有公司满足高信披标准；且已要求对在中国开展重要业务公司（companies with significant China-based operations）的申请进行额外审查。
- **何为VIE？** VIE（Variable Interest Entities）意为可变利益实体，是在我国部分行业存在外资准入限制的背景下，该行业企业通过在境外注册上市实体、成立全资子公司，并通过一系列协议控制境内运营公司，从而实现境外借壳上市的一种红筹架构变体（具体见图1）。VIE架构主要被纳入《外商投资准入特别管理措施》中所涵盖行业的拟上市公司（以下简称“拟VIE上市企业”）使用。
- **声明影响谁？全部拟赴美上市企业均受影响，拟VIE上市企业受影响尤大。**1)声明前三项新增信披要求仅影响拟VIE企业；后两项新增信披要求中，“摘牌风险”要求对全部拟赴美上市企业构成影响，而“上市许可”要求在我国外商投资实行“非禁即入”背景下，仅对VIE架构企业形成影响。2)此外，根据声明中“继续要求所有公司满足高标准”及关于“在中国开展重要业务的公司”的相关表态，不排除未来影响范围继续扩大的可能。
- **监管如何回应？证监会对赴美上市仍持中立态度。**2021年8月1日，证监会新闻发言人就声明答记者问，其中提到“加强监管合作是必然的选择”、“支持企业依法合规选择国际国内两个市场”、“金融对外开放的力度会不断加大”，表明监管对企业赴美上市并未持负面态度。

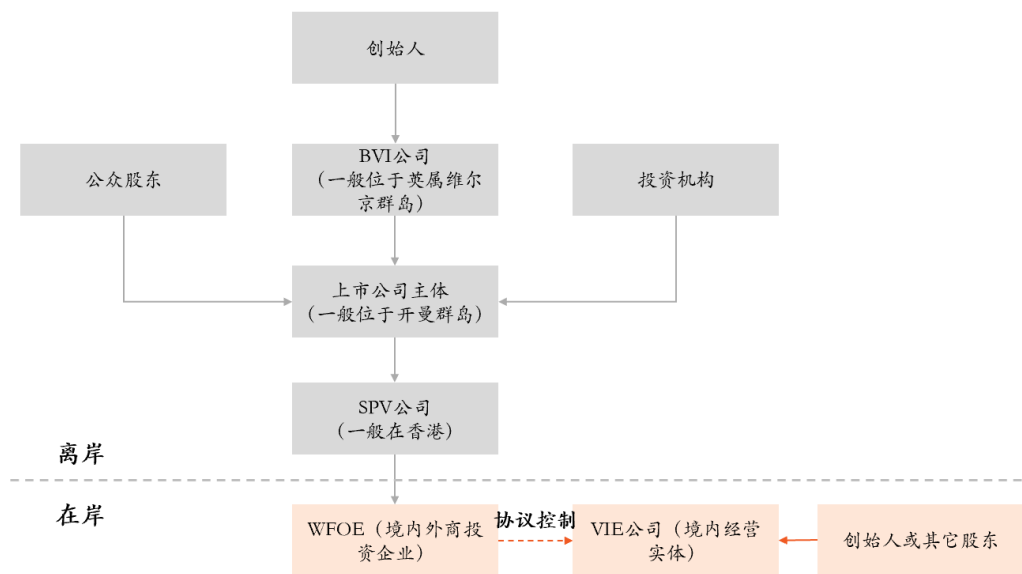
- **结合 SEC 声明及我国监管回应来看，短期有何影响？** **第一，拟赴美上市企业估值中枢存在下移风险，拟 VIE 上市企业尤甚；第二，拟 VIE 企业上市周期延长，且上市后 CDR 回 A 可能性增加。**1) 跨境监管合作仍待加强，短期内赴美上市企业估值中枢存在下移风险。当前，中概股面临跨境监管合作仍待完善的问题：美国方面，《外国公司问责法案》规定连续 3 年无法满足 PCAOB 检查要求的公司，其证券将被禁止在美交易；我国方面，新《证券法》第 177 条规定，“境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动。未经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意，任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料”。因此，我国赴美上市企业实际均面临摘牌风险。在特别增加相关披露及市场关注背景下，我国拟赴美上市企业所面临的摘牌担忧或将加剧，进而导致拟上市企业估值中枢下移。2) 拟 VIE 上市企业同时需要增加“政策风险”等信息披露，或进一步影响市场情绪。3) 受估值中枢下移影响，拟上市企业或将推迟上市，上市后回 A、回港热情或有所提升。VIE 上市企业回 A 潜在手段包括发行中国存托凭证（CDR）及拆除 VIE 架构。但由于 VIE 拆除成本高、不确定性较大，因此，如非面临摘牌，则发行 CDR 回 A 可能性更高（如“九号公司”已实现科创板 CDR 上市）。VIE 企业回港由于联交所实行“严格限定”（narrowly tailored）原则，要求 VIE 架构仅可于解决外商投资股权限制的必要范围内采用，涵盖企业回港或涉及股权重组及业务重组等复杂情况（如“第七大道”业务重组）。因此，仅部分业务列入负面清单的拟 VIE 上市企业或更倾向于回 A，而全部业务均列入负面清单的拟 VIE 上市企业或为回港主体。4) 拟 VIE 企业因须增加“上市许可”相关信披内容，并须等待审批结果以满足赴美上市信披要求，拟 VIE 上市企业的上市周期恐增长。

- **结合声明及我国监管回应来看，长期有何影响？** **跨境监管协调、负面清单涵盖范围缩减及 VIE 监管不断规范背景下，负面影响有望逐渐缓释，但推进情况有待观察。**1) 跨境监管合作推进，法律冲突有望协调解决，但具体推进时点和力度仍有不确定性。本次我国证监会回应中，监管提到“加强跨境监管合作”，未来法律冲突问题或将通过备忘录等形式进行协调，PCAOB 检查等问题或将在保证国家安全前提下得以解决。2) 随着我国金融双向开放不断推进，负面清单企业范围将逐渐缩减，受影响行业、企业将逐渐减少，已上市企业调整空间将增加。监管回应提到，“金融对外开放的力度会不断加大”。随着金融开放推进，需要通过 VIE 架构赴美上市的行业将不断减少（如 2022 年取消乘用车整车制造外资股比限制），受影响行业及企业覆盖面缩减。此外，负面清单缩减后，已通过 VIE 架构在美上市的企业也将具有拆除 VIE 架构的调整空间（如理想汽车）。3) VIE 架构监管有望完善，声明影响或将逐渐减小。此外，2021 年 7 月两办发布《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，其中提到，将“建立健全资本市场法律域外适用制度”，VIE 架构或将进一步规范，海外投资者对拟 VIE 上市企业的担忧预期或将不断好转，信披要求提升对拟 VIE 上市企业的影响或将逐渐缓释。4) 在此背景下，拟赴美上市企业是否可能取消赴美上市计划仍待观察。

- **投资建议：**中国企业短期内赴美上市难度提升，且上市后回 A 或回港需求增加，我国券商投行业务机会扩大，且资本市场改革深入推进及居民入市热情提升背景下，政策面及基本面对证券行业估值形成支撑，仍具有配置价值。

- **风险提示：**1) 地缘政治因素导致跨境监管合作开展不及预期，或美方对中概股施加压力增强，可能导致港股估值进一步下调，企业回港意愿下降；2) 货币政策超预期收紧，资本市场波动；3) 疫情反复拖累经济修复，市场风险偏好下降。

图表1 VIE架构示意图



资料来源：平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033