

2022 年 06 月 14 日

A 股退市制度持续完善，常态化退市机制加速形成

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（联系人）

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790121080046

● 退市制度持续完善，常态化退市初见成效

2006 年以来，A 股退市制度先后经历了五次改革优化，目前在 2020 年退市新规的推动下常态化退市已初见成效。一是退市制度不断优化，退市标准更加合理，退市流程更加高效。退市新规对财务类、交易类、规范类、重大违法类等四大类退市标准进行了完善，并取消暂停上市和恢复上市环节，缩短财务类退市触发期限、退市整理期交易时间和退市停牌时间。二是退市制度执行更加严格，严打保壳炒壳行为，质次企业得到有效出清。营收和净利润组合退市指标的引入、营收扣除标准的持续完善和财务类指标的全面交叉适用使得壳公司规避退市的空间进一步压缩，“戴帽”公司交易活跃度大幅下降。三是退市制度效果显著，退市企业数量快速增长，退市渠道逐渐多元化。2021 年退市数量达到 20 家，创历史新高，2022 年预计还将继续增加，1 元退市、重大违法类退市、规范类退市等非财务类强制退市情形逐渐增多，主动退市、并购重组等退市渠道亦不断畅通。

● 退市新规显著提升保壳难度，退市企业数量快速增长

退市新规严厉打击保壳行为，增持回购、突击创收等保壳策略逐渐失效。叠加近年来借壳监管的全面趋严和注册制改革的持续推进，2021 年借壳上市热度降至冰点，仅有 2 个实施案例。借壳上市吸引力的大幅下降导致壳价值自 2017 年开始持续萎缩。壳公司的贬值使得 ST/*ST 公司的市场活跃度出现明显下降，日均成交额从 2020 年的 0.82 亿元下降至 2021 年的 0.49 亿元，日均换手率从 2020 年的 2.69% 下降至 2021 年的 2.03%。2021 年是退市新规落地第一年，A 股的退市率持续攀升至 0.45%，创 2008 年以来的历史新高。其中，强制退市比例高达 75%，表明质次上市公司退市步伐有所加快。退市新规的严格执行叠加投资者市场化“用脚投票”，质次尾部公司被逐渐边缘化，交易进一步向质优头部公司集中，“养壳炒壳”“炒小炒差”等行为得到了有效的抑制。

● 退市新规与注册制形成正反馈，常态化退市机制加速形成

退市新规正与全面注册制改革形成正向反馈：一方面，退市新规将强化市场优胜劣汰的竞争环境，促使资源向优质企业集中，为全面注册制改革稳步推进提供保障；另一方面，注册制改革的持续深化将推动“壳公司”的持续贬值，从而加速质次公司的退市出清。截止 2022 年 6 月 14 日，已有 50 多家公司收到交易所退市决定的告知书或已经进入退市流程之中。其中，九成以上公司触及财务类退市情形，并有 22 家公司触及营收和净利润的组合指标。这表明财务类退市指标的优化进一步加快了缺乏可持续经营能力空壳公司的退市。并且，目前已有 70 家公司被实施退市风险警示，因此我们预计未来退市企业数量将持续增加。随着全面注册制改革的推进和退市新规的严格执行，常态化的退市机制将加速形成，国内资本市场也将快速形成“有进有出、优胜劣汰”的良性循环，从而更好地实现资本市场服务实体经济的功能。

● **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

《中小盘半年度策略-创新为王，寻找确定性景气方向》-2022.5.15

《中小盘策略专题-定增折价防御，打新收益增强》-2022.5.12

《中小盘策略专题-多层次资本市场转板制度研究（下篇）：转板之鉴和完善之方》-2022.3.1

目 录

1、退市制度持续完善，常态化退市初见成效	4
1.1、退市新规落地，常态化退出机制加速形成	4
1.2、细化指南与退市后监管双向发力，进一步促进退市新规落实落细	7
2、退市新规显著提升保壳难度，退市企业数量快速增长	9
2.1、退市新规严打保壳行为，壳价值大幅贬值	9
2.1.1、增持回购与突击创收等保壳策略逐渐失效，退市新规下保壳难度显著提升	9
2.1.2、退市新规下壳价值锐减，“戴帽”公司交易活跃度显著下降	10
2.2、2021 年退市新规成效初显，市场加速优胜劣汰	12
3、退市新规与注册制形成正反馈，常态化退市机制加速形成	12
3.1、退市新规为全面注册制提供保障，全面注册制加速空壳企业出清	13
3.2、2022 年退市企业数量将再创新高，常态化退市机制正加速形成	14
3.3、对标美股，主动退市、并购重组或将成为 A 股新的常态化退市通道	15
4、风险提示	16

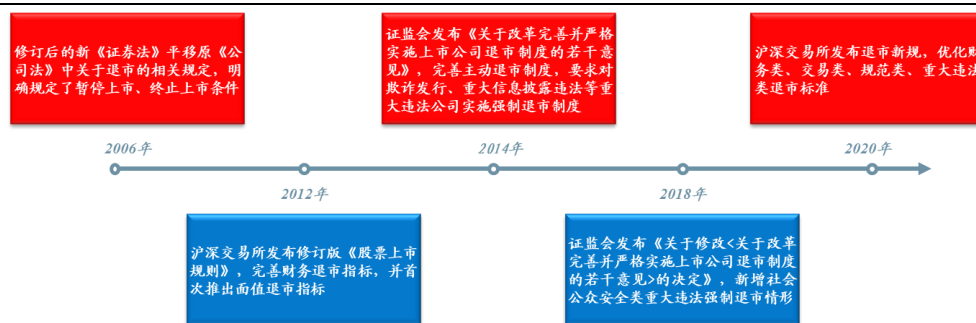
图表目录

图 1: 2006 年以来国内退市制度经历了五次大的改革优化.....	4
图 2: 新规落地后退市流程大幅简化, 退市效率有望得到显著提升.....	7
图 3: *ST 绿景近三年连续亏损且 2021 年营收低于 1 亿.....	10
图 4: *ST 昌鱼近三年连续亏损且 2021 年营收低于 1 亿.....	10
图 5: 2016 年以来 A 股借壳上市数量大幅减少.....	11
图 6: 2018 年以来平均壳价值快速下滑.....	11
图 7: 2021 年“戴帽”公司日均成交额显著下降.....	11
图 8: 2021 年“戴帽”公司日均换手率也显著下滑.....	11
图 9: 2021 年 A 股退市企业数量创历史新高.....	12
图 10: 2021 年退市公司中超 7 成为强制退市.....	12
图 11: 2021 年 A 股头部企业成交额占比进一步提升.....	12
图 12: 2021 年纽交所头部企业成交额占比与 A 股接近.....	12
图 13: 注册制改革以来 IPO 明显提速.....	13
图 14: A 股退市率长期低于成熟市场.....	13
图 15: 2021 年“戴帽”企业平均涨停次数显著提升.....	14
图 16: 2021 年“戴帽”企业平均跌停次数亦大幅提升.....	14
图 17: 2022 年强制退市公司中 96% 财务不达标.....	14
图 18: 2022 年 22 家公司触及营收和净利润组合指标.....	14
图 19: 2022 年退市风险警示中财务类警示超 9 成.....	15
图 20: 2022 年财务类退市警示中触及净资产指标较多.....	15
图 21: A 股退市渠道逐渐多元化.....	16
图 22: 纽交所并购重组类退市占比超 40%.....	16
图 23: 纳斯达克自愿退市占比达 7%.....	16
表 1: 退市新规完善四大类退市标准.....	5
表 2: 营业收入扣除项包括与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入.....	8

1、退市制度持续完善，常态化退市初见成效

2006年以来,国内退市制度先后经历了五次大的改革优化,退市制度建设成效显著。2006年,修订后的新《证券法》将原《公司法》中有关退市的规定进行了平移并做了一定的改进,对股票暂停上市和终止上市的条件进行了明确规定,并将暂停、恢复、终止上市的权限从法律上由证监会移交给证券交易所。2012年,沪深两所开始对退市制度进行全面改革,分别发布了修订版的《股票上市规则》,新增净资产、营业收入等退市指标以完善财务退市标准,并首次推出面值退市指标。2014年,为进一步改革完善并严格执行退市制度,将存在严重违法违规行为的公司及时清出市场,证监会发布《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》,健全了上市公司主动退市制度,并要求对欺诈发行、重大信息披露违法等重大违法公司实施强制退市制度。2018年,为进一步完善重大违法强制退市的内容,证监会发布《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》,新增涉及国家安全、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退市情形,并明确强制退市公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等主体的相关责任。2020年,为了落实新版《证券法》中关于退市的规定,同时为全面注册制的推行打下基础,在中国证监会的统一部署下,沪深两所启动了新一轮退市制度改革工作,并于2020年12月31日分别发布了退市新规。退市新规在吸取前期科创板、创业板先行先试的制度设计经验的基础上,通过进一步优化退市标准、简化退市流程、强化风险警示,促进国内市场化、法治化、常态化的退市制度改革再上新台阶。

图1：2006年以来国内退市制度经历了五次大的改革优化



资料来源：证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

1.1、退市新规落地，常态化退出机制加速形成

退市新规落地,重点聚焦于优化退市标准、简化退市流程、强化风险警示。2020年12月31日,沪深交易所分别修订并正式印发《上海证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《科创板股票上市规则》、《创业板股票上市规则》、《上海证券交易所风险警示板股票交易管理办法》、《上海证券交易所退市公司重新上市实施办法》、《深圳证券交易所交易规则》、《深圳证券交易所退市公司重新上市实施办法》八项规则(以下统称退市新规),其从发布之日起施行。退市新规内容在很大程度上吸收了科创板和创业板注册制改革成果,主要从优化退市标准、简化退市流程、强化风险警示等三个方面对之前A股退市规则体系进行了改革。

全面完善退市标准,精准筛选退市标的。交易类退市标准方面,将原来的面值退市

指标修改为“1 元退市”指标（连续二十个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元），避免“股票面值”可能存在的理解歧义，并新增 3 亿元市值退市指标（连续二十个交易日的股票收盘市值均低于 3 亿元），从而将市值偏低的质次公司清出市场，有利于投资者理性选择，引导价值投资，实现市场优胜劣汰。

财务类退市标准方面，新增组合型退市指标（扣非前后净利润孰低者为负值且营业收入低于 1 亿元），替换原来单一的净利润、营业收入指标。收入和利润的组合指标有利于避免单一类型指标下对上市公司是否具有持续经营能力判断的“一刀切”，一方面通过对营业收入是否具备商业实质的严格认定，防止上市公司通过各类“财技”规避退市，从而更精准的定位和打击壳公司；另一方面明确净利润取扣除非经常性损益前后孰低值，也在一定程度上解决了多年来公司通过外部输血、出售资产等盈余管理手段规避退市的问题。同时，新规将净利润加营业收入的组合指标、净资产和审计意见类型等三类财务类退市指标交叉适用，有效的压缩了上市公司规避退市的操作空间，体现了退市监管更趋严格。

规范类退市标准方面，新增“信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷”、“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”两大退市指标，并细化具体标准，体现了以信息披露为核心的注册制理念，也在一定程度上丰富了交易所日常监管的“工具箱”，有利于提升监管的威慑性。

重大违法强制退市标准方面，新增造假金额加造假比例的量化指标，从营收、净利润、利润总额、资产负债表四方面进一步明晰标准，精准打击此类重大恶性造假行为，有利于提升重大违法标准的完整性，与其他重大违法认定指标共同发挥退市效果。同时，对于通过财务造假规避退市标准的公司，不论造假金额大小、造假年限长短，一经查实，都将予以坚决出清。我们认为，在市场机制发挥更大作用、1 元退市公司越来越多的当下，即使公司财务造假行为暂时没有触及重大违法强制退市标准，未来也可能被投资者“用脚投票”，最后也可能走向退市。

表1：退市新规完善四大类退市标准

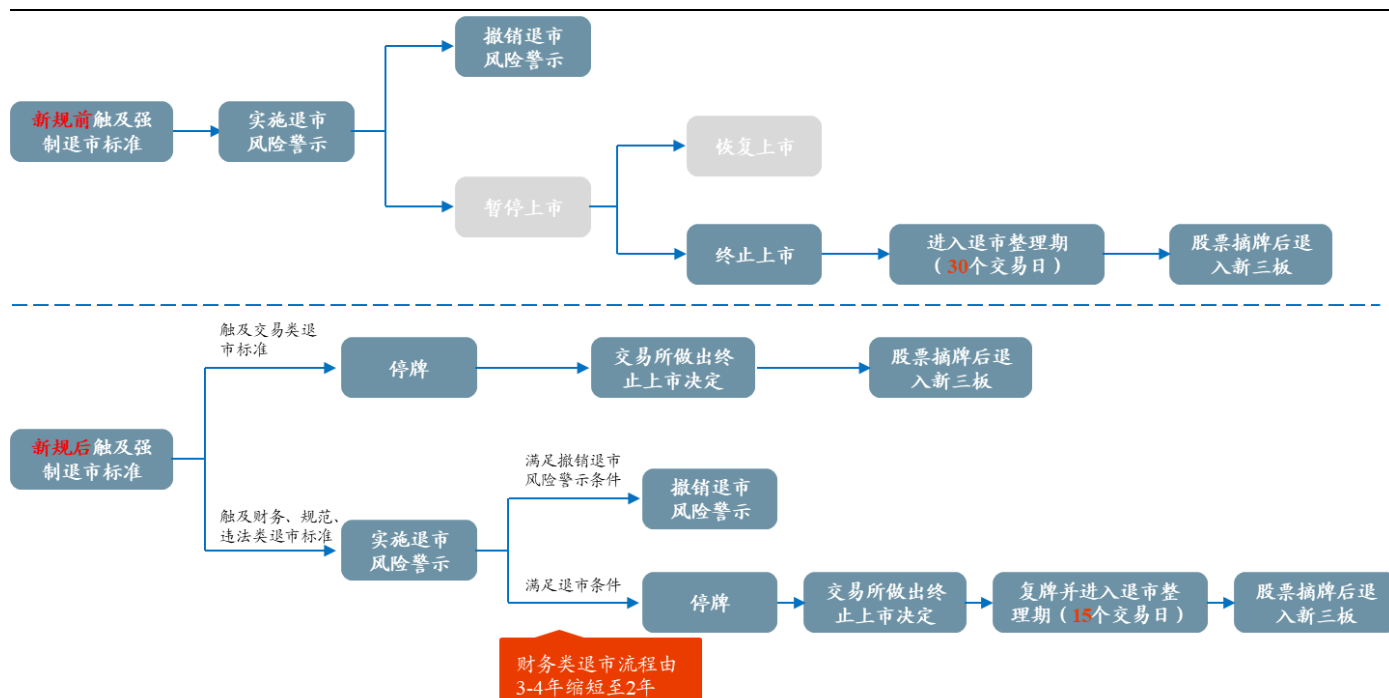
制度类型	沪深主板	科创板	创业板
财务类 强制退 市标准	新增： （1）“扣非前后净利润孰低者为负值且营业收入低于 1 亿元”的组合型退市指标； （2）审计意见、扣非净利润+营业收入、净资产等财务类退市指标在第二年交叉适用； 注：净利润以扣除非经常性损益前后孰低为准，营业收入应当扣除与主营业务无关的收入和不具备商业实质的关联交易收入。 （3）行政处罚决定书认定财务造假的退市风险警示情形。 删除： （1）最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值； （2）最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1000 万元或者被追溯重述后低于 1000 万元。	修改： （1）将财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见审计报告从“规范类”调整为“财务类”与“营业收入+净利润”、“净资产”交叉使用。 新增： （1）行政处罚决定书认定财务造假触及相关财务指标的退市情形； （2）在原有扣除机制上进一步明确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，并要求扣非净利润为负值的公司披露扣除情况。	新增： （1）“扣非前后净利润孰低者为负值且营业收入低于 1 亿元”的组合型退市指标； （2）审计意见、扣非净利润+营业收入、净资产等财务类退市指标在第二年交叉适用； （3）行政处罚决定书认定财务造假的退市风险警示情形。
	修改： （1）“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于面值”改为“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元”。	修改： （1）“连续 20 个交易日股票收盘价均低于股票面	修改： （1）“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于每

新增： (1) “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”的退市指标。	值”改为“连续 20 个交易日每日股票收盘价均低于 1 元”。
	新增： (1) 补充存托凭证的退市指标调整适用条款。
新增： (1) “信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷”的退市指标； (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”的退市指标。	新增： (1) 半数以上董事对所披露半年度报告和年度报告不保真且拒不改正的退市情形。 修改： (1) 细化信息披露或者规范运作存在重大缺陷且拒不改正的具体情形。
新增： (1) 营业收入连续两年均存在虚假记载，虚假记载的营业收入金额合计达到 5 亿元以上，且超过该两年披露的年度营业收入合计金额的 50%； (2) 净利润连续两年均存在虚假记载，虚假记载的净利润金额合计达到 5 亿元以上，且超过该两年披露的年度净利润合计金额的 50%； (3) 利润总额连续两年均存在虚假记载，虚假记载的利润总额金额合计达到 5 亿元以上，且超过该两年披露的年度利润总额合计金额的 50%； (4) 资产负债表连续两年均存在虚假记载，资产负债表虚假记载金额合计达到 5 亿元以上，且超过该两年披露的年度期末净资产合计金额的 50%。	新增： (1) “信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷”的退市指标； (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”的退市指标。

资料来源：上交所、深交所、开源证券研究所

大幅简化退市流程，显著提升退市效率。退市程序上，本次新规主要在以下 3 个方面进行了改革：(1) 取消暂停上市和恢复上市环节，同时明确上市公司 1 年触及财务类退市指标即被实施退市风险警示 (*ST)，连续 2 年触及财务类退市指标即被终止上市。这简化了各类退市情形的退市流程，特别是将财务类退市的触发期限从新规实施前的 3 至 4 年缩短为新规实施后的 2 年，有利于提升退市执行效率。(2) 将退市整理期交易时限从 30 个交易日缩短至 15 个交易日，退市整理期首日不设涨跌幅限制，同时取消交易类退市情形的退市整理期。优化后的退市整理期机制，提高了定价效率，缩短了退市流程，同时保障了投资者的退出权利。(3) 将重大违法类退市连续停牌时点从知悉行政处罚事先告知书或法院作出司法裁判之日，延后到收到行政处罚决定书或法院司法裁判生效之日。这也有利于缩短退市停牌时间，并有助于在退市决定作出前通过充分交易释放风险。总而言之，退市新规针对退市程序作出的优化，在提高退市效率和保障投资者退出方面实现了更好的平衡。

图2：新规落地后退市流程大幅简化，退市效率有望得到显著提升



资料来源：上交所、深交所、开源证券研究所

明显强化风险警示，有效揭示退市风险。风险警示方面，设立包含风险警示股票和退市整理股票在内的风险警示板，对风险警示股票予以“另板揭示”，进一步提示交易风险，有利于遏制过度投机炒作行为、加大投资者保护力度，同时优化风险警示股票的适当性管理和交易机制安排；并新增“最近一年被出具无法表示意见或否定意见的内部控制审计报告或鉴证报告”、“公司最近三个会计年度扣除非经常性损益前后净利润孰低者均为负值，且最近一年审计报告显示公司持续经营能力存在不确定性”等两类其他风险警示情形，有利于进一步精准揭示部分长期通过非经常性损益等方式实现盈利，但持续经营能力薄弱公司的风险，适度扩大其他风险警示的适用情形。

1.2、细化指南与退市后监管双向发力，进一步促进退市新规落实落细

沪深两所发布营收扣除指南，精准打击空壳公司。退市新规在财务类退市指标方面，新增了扣非前后净利润孰低者为负且营业收入低于1亿元的组合财务指标，并进一步明确在适用该指标时应当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。为规范上述两类收入的扣除口径，同时明确监管要求，2021年4月，沪深交易所分别发布《关于落实退市新规中营业收入扣除相关事项的通知》和《关于退市新规下营业收入扣除事项的通知》（以下统称《通知》）。《通知》发布以来，总体运行情况良好，达到预期效果。2021年是退市新规执行的关键一年，为进一步统一执行标准，沪深交易所在总结上市公司2020年年报营业收入扣除情况和监管实践基础上，再次于2021年11月分别发布《上海证券交易所上市公司自律监管指南第2号—财务类退市指标：营业收入扣除》、《科创板上市公司信息披露业务指南第9号—财务类退市指标：营业收入扣除》、《上市公司业务办理指南第12号—营业收入扣除相关事项》和《创业板上市公司业务办理指南第13号—营业收入扣除相关事项》等指南（以下统称《指南》）。《指南》中对营业收入具体扣除事项的重点内容包括以下三个方面：（1）**细化贸易、类金融业务扣除要求。**《指南》明确了应当扣除本会计年度以及上一会计年度新增的贸易业务收入与具备资质的类金融业务收入。同时对于不具备资质的类金融业务，如拆出资金利息收入，由于其本身就是与主营业务无关的收

入，为防止上市公司脱实向虚，因此明确每年均予以扣除。**(2) 规范“稳定业务模式”判断标准。**为防止公司通过各种类型的其他新增业务保壳，《指南》将“未形成或难以形成稳定业务模式的业务所产生的收入”作为“与主营业务无关的业务收入”的兜底条款。同时进一步明确了“稳定业务模式”的判断原则，如该业务是否具有完整的投入、加工处理过程和产出能力，是否具有可持续性，公司对于该业务是否具有相关经验以及一定规模的投入等。**(3) 明确将非正常交易合并取得的收入进行扣除。**为防止上市公司通过受托表决权、受赠子公司或业务等方式突击“控制”其他公司实现“并表”，进而做大营业收入规避退市，《指南》明确要求扣除“本会计年度以显失公允的对价或非交易方式取得的企业合并的子公司或业务产生的收入”。总的来说，针对空壳公司做大营业收入保壳的常见手段，《指南》通过“定义+列举”的方式有的放矢地制定出营业收入扣除事项，有利于精准打击空壳公司，实现“应退尽退”。

表2：营业收入扣除项包括与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入

扣除类型	具体扣除项
与主营业务无关的业务收入	(1) 正常经营之外的其他业务收入：如出租固定资产、无形资产、包装物，销售材料，用材料进行非货币性资产交换，经营受托管理业务等实现的收入，以及虽计入主营业务收入，但属于上市公司正常经营之外的收入。
	(2) 不具备资质的类金融业务收入，如拆出资金利息收入；本会计年度以及上一会计年度新增的类金融业务所产生的收入，如担保、商业保理、小额贷款、融资租赁、典当等业务形成的收入，为销售主营产品而开展的融资租赁业务除外。
	(3) 本会计年度以及上一会计年度新增贸易业务所产生的收入。
	(4) 与上市公司现有正常经营业务无关的关联交易产生的收入。
	(5) 同一控制下企业合并的子公司期初至合并日的收入。
	(6) 未形成或难以形成稳定业务模式的业务所产生的收入。
不具备商业实质的收入	(1) 未显著改变企业未来现金流量的风险、时间分布或金额的交易或事项产生的收入。
	(2) 不具有真实业务的交易产生的收入。如以自我交易的方式实现的虚假收入，利用互联网技术手段或其他方法构造交易产生的虚假收入等。
	(3) 交易价格显失公允的业务产生的收入。
	(4) 本会计年度以显失公允的对价或非交易方式取得的企业合并的子公司或业务产生的收入。
	(5) 审计意见中非标准审计意见涉及的收入。
	(6) 其他不具有商业合理性的交易或事项产生的收入。
与主营业务无关或不具备商业实质的其他收入	

资料来源：上交所、深交所、开源证券研究所

证监会发布上市公司退市后监管指导意见，保障常态化退市顺利实施。随着注册制改革的深入推进、常态化退市机制的进一步完善，退市情形更加健全，退市效率大幅提升，退市公司数量呈现出快速增加的态势，截至2021年底，退市板块挂牌退市公司数量已由2013年的45家增长到83家。随着退市公司数量大幅增加，退市公司监管压力逐步增大，部分制度安排已无法适应当前新的监管形势。为适应注册制改革和常态化退市的要求，进一步完善上市公司退市后监管工作，证监会发布《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》对目前退市实践中存在的堵点、风险点进行优化完善，主要内容包括以下四个方面：(1) 强化退市程序衔接，畅通交易所退出机制，完善主办券商承接安排，简化确权登记程

序，优化退市板块挂牌流程，推动退市公司平稳顺畅进入退市板块；(2) 优化退市公司持续监管制度，从退市公司实际情况出发，合理设定信息披露和公司治理要求，建立差异化的监管机制，提升监管精准性、适应性；(3) 健全风险防范机制，加强投资者适当性管理，引导不具备持续经营能力的企业通过市场化途径退出市场，促进风险收敛和逐步出清；(4) 完善退市公司监管体制，构建职责清晰、协同高效的监管机制，强化各方分工协作和统筹协调，形成有效的监管合力。我们认为，《指导意见》的出台有利于切实发挥退市板块制度功能，保护投资者基本权利，确保退市制度平稳实施，加快常态化退市机制的形成。

2、退市新规显著提升保壳难度，退市企业数量快速增长

2.1、退市新规严打保壳行为，壳价值大幅贬值

2.1.1、增持回购与突击创收等保壳策略逐渐失效，退市新规下保壳难度显著提升

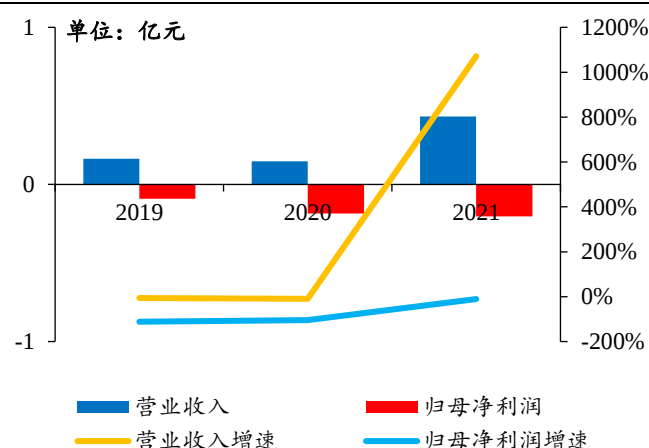
增持保壳难改退市命运，回购保壳亦受严格监管。增持方面，部分公司在触及股价低于1元的退市情形时，选择增持股份以刺激股价上升。以*ST 济堂为例，2022年4月2日，*ST 济堂在股价经历8个交易日低于1元后公布了一份增持计划。根据增持计划，公司实际控制人、总经理李青以及其他董监高，计划在12个月内增持公司股份310万股至620万股，占公司总股本的0.22%至0.43%，并表示本次增持是基于对公司投资价值的认可及对未来发展前景的信心。增持公告的发布在短期内对公司股价起到了很好的提振作用，4月6日公司股票即出现涨停，4月8日收盘价更是回升至1.01元。但4月11日公司因连续四年财务造假触及重大违法强制退市情形而停牌，再加上公司未在法定期限内披露2021年年度报告，上交所于2022年4月30日对其发出财务类退市的事先告知书。可以看到，仅仅发布增持公告并不能降低退市风险。同时，从过往案例来看，随着投资者纷纷用“脚”投票，即使是有实质性增持股份维护股价的上市公司，如果经营情况没有实质性好转，往往最终也难逃强制退市的命运。**回购方面**，ST 德豪自2021年1月份以来股价一路下挫，于1月12日首次跌破1元/股。为避免触及1元退市情形，公司于1月17日发布公告，拟以4000万元-8000万元回购公司股份，回购价格不超过1.5元/股。在发布回购计划当日，公司即收到深交所关注函，要求公司说明股价低于1元时推出回购方案是否存在引导市场预期、拉抬股价的情形，并明确动用子公司资金用于回购是否对持续经营能力产生重大负面影响。退市新规后通过回购方式抬高股价进行保壳的行为也受到严格监管。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，但能否刺激股价上升并维持在1元以上以规避强制退市情形，还是取决于公司可持续经营能力是否出现实质性改善。

无关业务被扣除，突击创收保壳难度显著增加。退市新规引入营业收入与净利润的组合型退市指标，取消了原有单一的营收、净利润指标，从而在一定程度上限制了上市公司的保壳方式。部分公司保壳方向从盈余管理转向营收管理，试图通过突击创收的方式规避退市。其中，*ST 绿景和*ST 昌鱼均为其中的典型案例。*ST 绿景于2022年1月28日发布2021年度业绩预告，预计实现扣除后营业收入1.4-1.65亿元，扣非前后净利润孰低值预计为亏损1900万元至2300万元，按此业绩预告并未触及营收与净利润的组合退市指标。但公司的主营业务本为房地产管理与开发，而三季度起公司的收入却主要来源于机电安装业务，这部分收入均来自其全资子公司深圳弘益，且该业务毛利率较低，无法覆盖期间费用。因此，公司在发布业绩预告的次日即收到了深交所的关注函，要求说明机电安装业务是否能形成“稳定业务模式”并请

年审会计师核查并发表意见。审计机构表示，无法判断该项业务收入是否具备商业实质，出具了“无法表示意见”的审计报告。此后，公司于4月29日发布2021年度业绩预告修正公告并于4月30日发布营收扣除专项报告，进一步将深圳弘益IDC工程建造收入扣除。最终，根据2021年年报，公司2021年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为4328.32万元，归母净利润为-2041.84万元，触及“扣非前后净利润孰低者为负值且营业收入低于1亿元”的组合型退市指标。叠加公司2021年度财务报告被出具“无法表示意见”的审计报告，公司股票被终止上市。

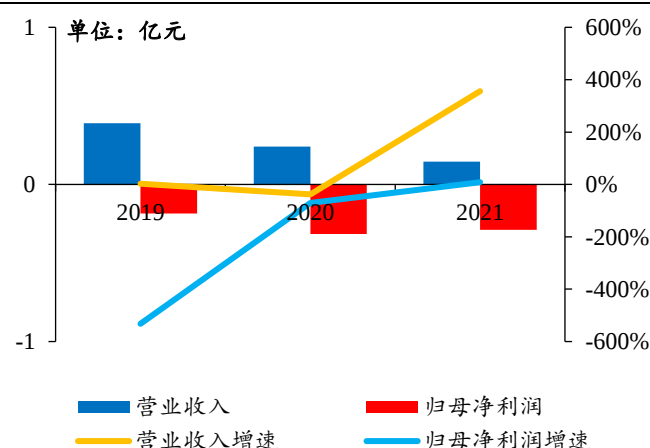
***ST昌鱼**以淡水鱼类及相关水产品的养殖、加工、销售为主要业务，近年来业绩持续低靡。公司2020年扣非前后净利润均为负值，且专项扣除后的营业收入低于1亿元，因此被实施退市风险警示。进入2021年，*ST昌鱼的经营并未出现改善，2021年前三季度实现营业收入1507万元，归母净利润-2087万元。然而根据公司2022年1月29日发布的业绩预告显示，2021年度公司预计实现营业收入1.1亿元，预计扣除后营业收入约为1.06亿元。仅仅依靠第四季度，公司全年营收就从1500万元增长至逾1亿元。按此业绩预告，公司即可避免被强制退市的命运。但在公司发布业绩预告的当天，公司年审会计师就申请辞职。由此，*ST昌鱼迎来了上交所的问询函，要求公司说明2021年度大幅新增大豆委托加工业务的客户和供应商的详细情况以及辞任会计师相关情况。随后，*ST昌鱼于4月1日重新聘请审计机构并在4月27日修正业绩预告，将大豆业务产生的约9150万元的收入作为与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入进行了扣除，扣除后的营业收入约为1450万元。最终，据*ST昌鱼2021年年报，公司2021年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为1452.56万元，归母净利润为-2887.74万元，触发退市指标。综上，我们认为退市新规引入的营收与净利润的组合型退市指标显著提升了触及财务类退市情形公司的保壳难度。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。可以预见，在常态化退市机制的推进下，一批长期没有主业、持续依靠政府补贴或出售资产保壳的公司将加速退出市场，而主业正常但尚未开始盈利的科技企业，或因行业周期原因暂时亏损的企业并不会受到错杀。

图3：*ST绿景近三年连续亏损且2021年营收低于1亿



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年营收为扣除后营收）

图4：*ST昌鱼近三年连续亏损且2021年营收低于1亿



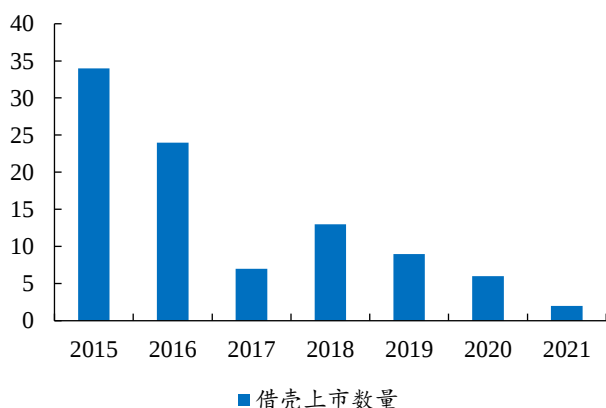
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年营收为扣除后营收）

2.1.2、退市新规下壳价值锐减，“戴帽”公司交易活跃度显著下降

退市新规落地后壳公司进一步贬值，使得ST/*ST公司的交易活跃度出现明显下降。自2016年史上最严借壳新规出台以来，借壳上市市场明显降温，2017-2019年每年

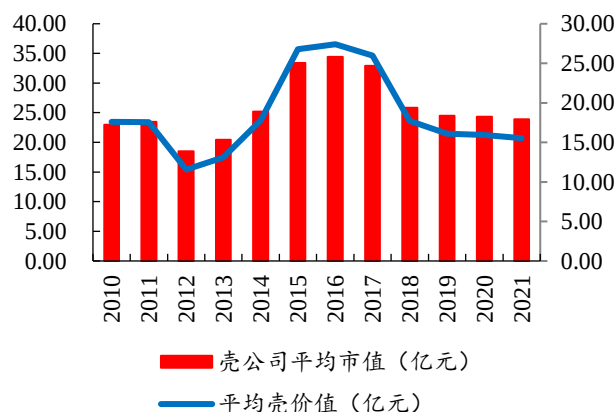
完成借壳上市的数量即下降至 10 家左右；2019 年开始的注册制改革使得 2020 年的借壳上市数量进一步下降至 6 家；2021 年随着注册制改革的持续推进和退市新规的正式落地，借壳上市降温至冰点，完成借壳上市的仅有 2 例，分别是返利科技借壳昌九生化，以及上海外服借壳强生控股，刷新了过去 15 年新低。同时，借壳上市吸引力的大幅下降导致壳价值自 2017 年开始持续萎缩。我们按总市值在 40 亿元以下、第一大股东持股比例小于 30%、资产负债率小于 100%、上一年度营业收入小于 10 亿元、上一年度净利润小于 1 亿元以及上市一年以上等六大标准筛选壳公司，并用市值法（总市值-资产公允价值）衡量壳价值。测算结果显示，壳公司的平均市值从 2016 年的 34.41 亿元下降至 2021 年的 23.90 亿元，平均壳价值则从 2016 年的 27.41 亿元持续下降至 2021 年的 15.52 亿元。未来注册制的全面铺开和退市新规的严格执行将使得借壳上市的时间优势和确定性优势进一步弱化，壳公司将进一步贬值。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。“戴帽”企业的日均成交额由 2020 年的 0.82 亿元下降至 2021 年的 0.49 亿元，且其与未“戴帽”企业日均成交额的差距进一步拉大；“戴帽”企业的日均换手率也从 2020 年的 2.69% 下降至 2021 年的 2.03%，其与未“戴帽”企业日均换手率的差距也进一步扩大。

图5：2016 年以来 A 股借壳上市数量大幅减少



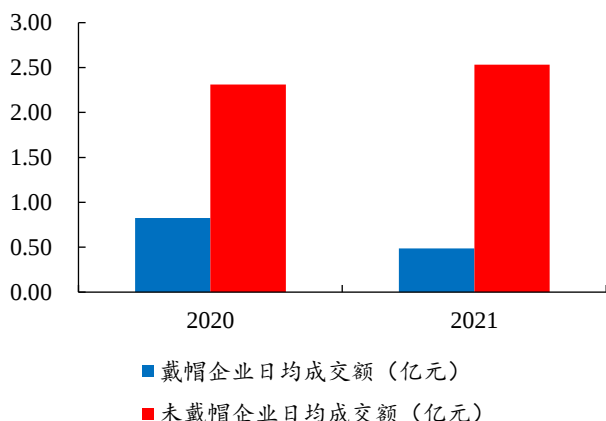
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2018 年以来平均壳价值快速下滑



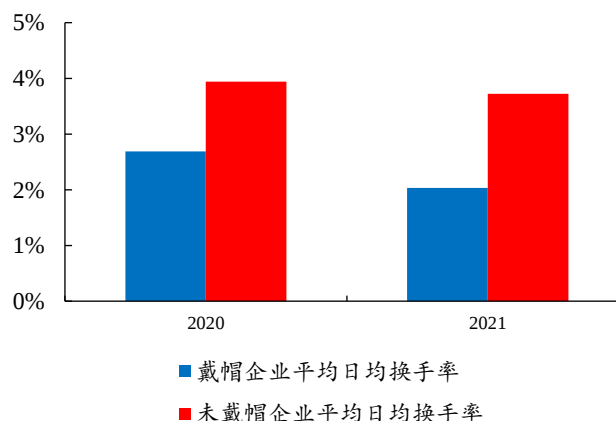
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021 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

图8：2021 年“戴帽”公司日均换手率也显著下滑

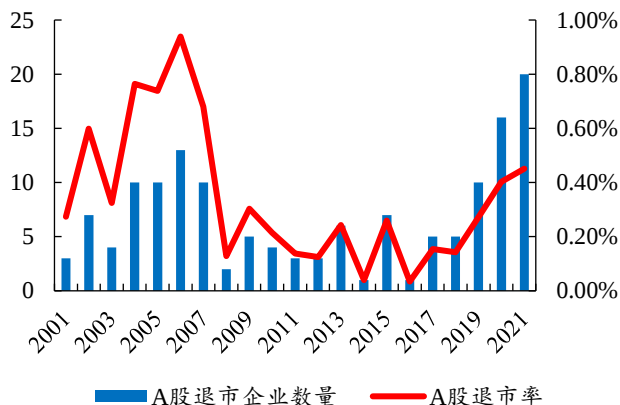


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2021 年退市新规成效初显，市场加速优胜劣汰

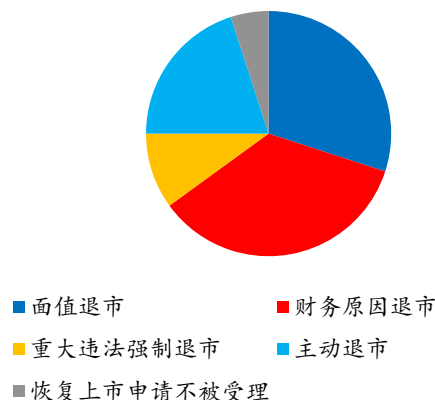
2021 年退市企业数量创历史新高，且强制退市比例超七成。2021 年，史上最严退市新规正式落地，质次上市公司退市步伐加快，全年共有 20 家上市公司从 A 股退市，创下历史新高，退市率达到 0.45%，亦刷新了 2008 年以来的新高。从退市类型来看，2021 年 A 股强制退市比例高达 75%，其中 7 家公司为财务类退市，6 家公司为面值退市，2 家为重大违法强制退市；4 家为吸收合并等主动退市；还有 1 家（天翔环境）则是因为恢复上市申请被拒而退市。

图9：2021 年 A 股退市企业数量创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

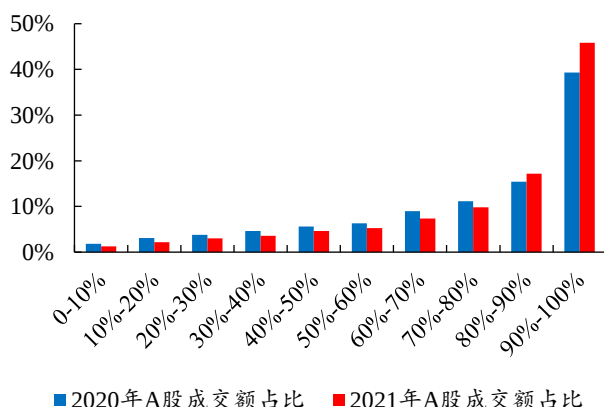
图10：2021 年退市公司中超 7 成为强制退市



数据来源：Wind、开源证券研究所

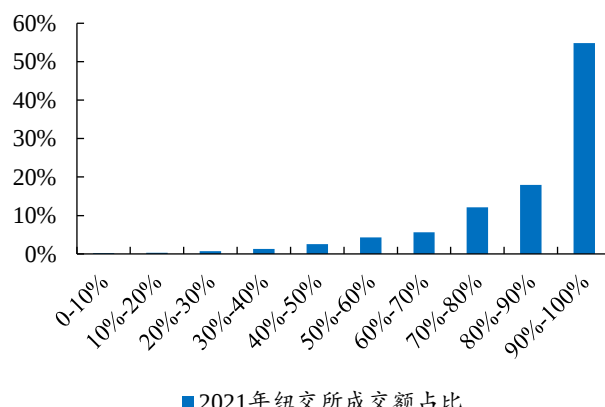
投资者“用脚投票”，头部企业成交额进一步朝成熟市场靠拢。在全面注册制稳步推进与退市新规严格执行的背景下，质次上市公司的“壳资源”变得不再稀缺，再加上投资者的风险意识提升，“用脚投票”能力不断增强，从交易层面推动质次尾部公司逐步边缘化，市场资源进一步向质优头部公司集中。退市新规颁布后，头部企业（市值前 10%）成交额占比显著上升，从 2020 年的 39.29% 大幅提升 6.55 个百分点至 2021 年的 45.84%，已与 2021 年纽交所头部企业（市值前 10%）54.81% 的成交额占比接近。

图11：2021 年 A 股头部企业成交额占比进一步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021 年纽交所头部企业成交额占比与 A 股接近



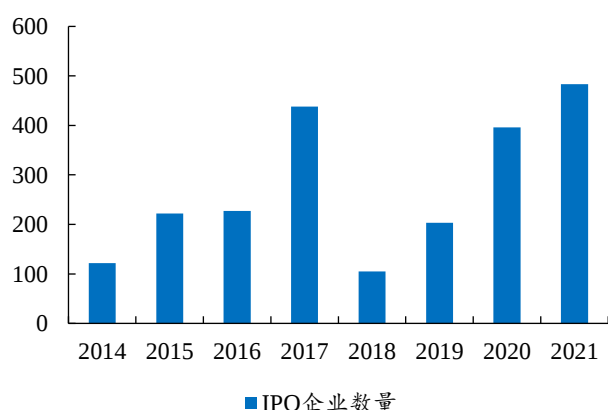
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、退市新规与注册制形成正反馈，常态化退市机制加速形成

3.1、退市新规为全面注册制提供保障，全面注册制加速空壳企业出清

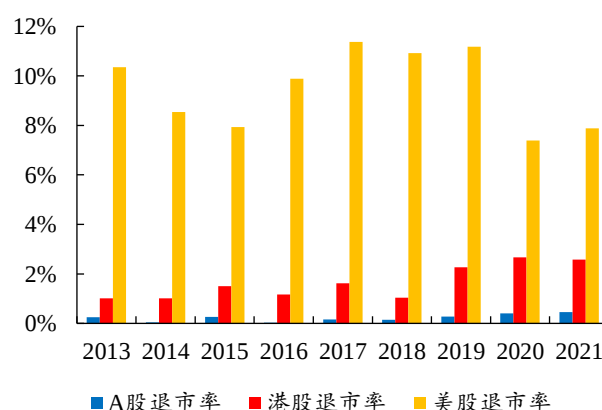
退市新规与全面注册制改革形成正反馈，助力国内资本市场形成“有进有出、优胜劣汰”的良好生态。一方面，退市新规的出台为全面注册制改革的稳步推进提供了保障。伴随着双创板块和北交所注册制改革的平稳落地，A股在拓宽资本市场“入口”方面已取得显著成效。2020年IPO数量接近同比翻倍后，2021年IPO数量再创历史新高，达483家。截至2021年底，A股上市数量已达4677家。但在资本市场“出口”的畅通度上却亟待提升，A股市场的退市率长期以来远低于美国、英国、中国香港等成熟资本市场。大量僵尸空壳企业存留在市场上吸纳资金，一定程度上降低了资本市场对优质企业的吸引力。因此，退市新规的落地将强化国内资本市场优胜劣汰的竞争环境，促使资源向优质企业集中，为全面注册制改革的稳步推进提供保障。另一方面，全面注册制改革的推进有助于加速空壳企业出清，从而推动常态化退市机制的形成。虽然退市新规在较大程度上提升了僵尸空壳公司的保壳难度，但目前“壳公司”在A股仍有一定的价值认同基础，“戴帽”公司也确实存在困境反转的预期差，从而导致部分个人投资者仍然热衷于参与“戴帽”公司的炒作。2021年，“戴帽”公司经营状况虽然并未明显改善，却接连拿下涨跌停板，平均涨停次数由2020年12.98次增长至24.43次；平均跌停次数由2020年9.28次上升至12.55次；同期正常企业平均涨停次数由4.33次下降至3.75次，平均跌停次数由1.78次下降至0.75次。而解决“壳公司”频繁炒作的“治本”对策便是持续深化注册制改革，促使市场凭借理性“用脚投票”，通过“壳公司”的大幅贬值来实现质次公司的加速出清。

图13：注册制改革以来IPO明显提速



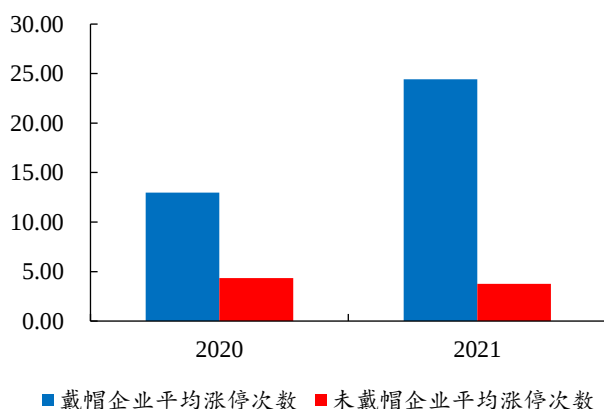
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：A股退市率长期低于成熟市场



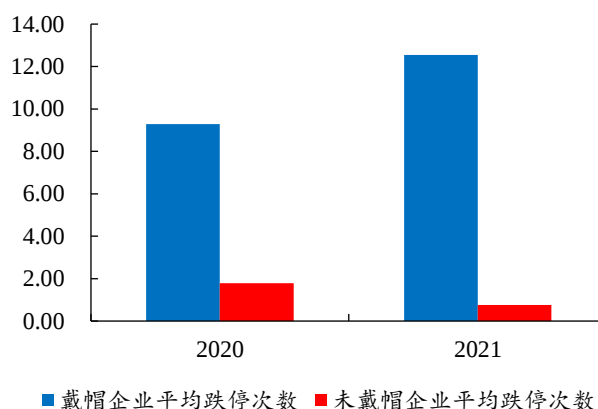
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021 年“戴帽”企业平均涨停次数显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2021 年“戴帽”企业平均跌停次数亦大幅提升

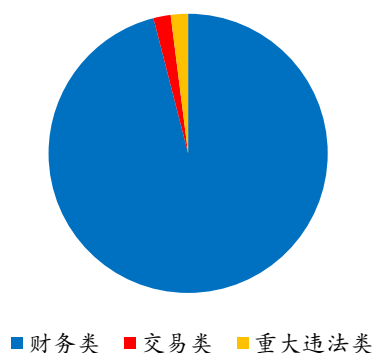


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、2022 年退市企业数量将再创新高，常态化退市机制正加速形成

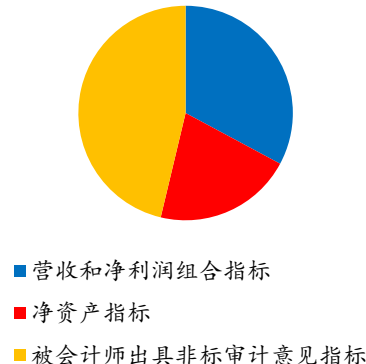
2022 年退市企业数量将再创新高，财务类退市超 9 成。2022 年是退市新规落地的第二年，若 2021 年被实施退市风险警示的公司在 2022 年再次触及退市标准，将直接被终止上市。截至 2022 年 6 月 14 日，2022 年已有超 50 家公司收到交易所退市决定的告知书或已经进入退市流程之中。**分阶段来看**，ST 平能、退市新亿、*ST 艾格、长动退、东电退、退市中新、退市拉夏、退市绿庭、退市西水等 9 家公司已退市并被摘牌；退市昌鱼、退市中房、退市明科等 32 家公司目前已进入退市整理期；*ST 海创将进入退市整理期；还有*ST 园城、*ST 丰华、*ST 景谷等 9 家公司已收到交易所决定退市前的事先告知书或监管函。**分类型来看**，在 50 家触及强制退市的上市公司中，有 48 家公司触及财务类退市标准，占比达 96%，并分别有 1 家触及交易类退市、重大违法类退市情形。在触及财务类退市情形的公司中，有 22 家公司触及营收和净利润的组合指标，有 14 家公司触及净资产指标，31 家公司触及被会计师出具非标审计意见指标。同时，也有 16 家公司触及两项财务类指标，3 家公司触及三项财务类指标。我们认为，2022 年退市数量的快速增长是退市新规严格执行的结果，退市新规下空壳公司、僵尸企业不断出清，意味着 A 股退市渠道逐渐畅通，常态化退市机制正在加速形成。

图17：2022 年强制退市公司中 96%财务不达标



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2022 年 22 家公司触及营收和净利润组合指标

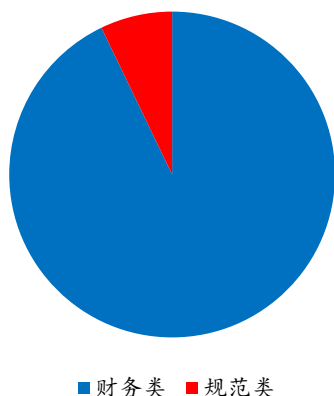


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年 70 家公司被实施退市风险警示，且以财务类风险警示为主。从退市风险警示

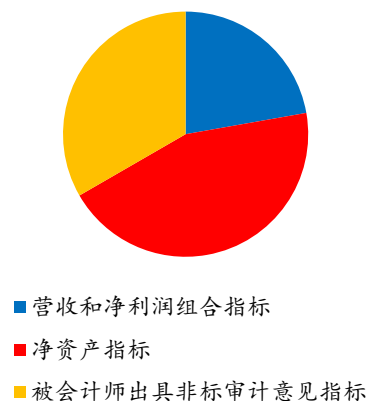
情况看，截至 2022 年 6 月 14 日，已有 70 家上市公司被实施退市风险警示，若这些公司在 2023 年再次触及退市风险警示，将终止上市，因此 2023 年的退市企业数量预计将进一步提升。分类型看，2022 年被实施退市风险警示的公司中，65 家触及财务类指标，5 家触及规范类指标。其中，在财务类退市风险警示中，触及净资产指标的公司最多，为 32 家；其次触及“被会计师事务所出具非标审计意见”指标，为 24 家；触及营收和净利润组合指标的公司最少，为 16 家。

图19：2022 年退市风险警示中财务类警示超 9 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2022 年财务类退市警示中触及净资产指标较多

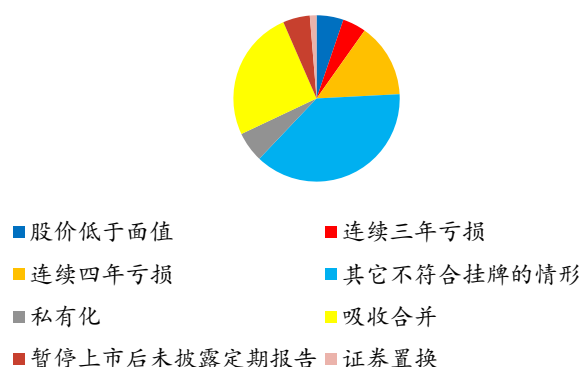


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、对标美股，主动退市、并购重组或将成为 A 股新的常态化退市通道

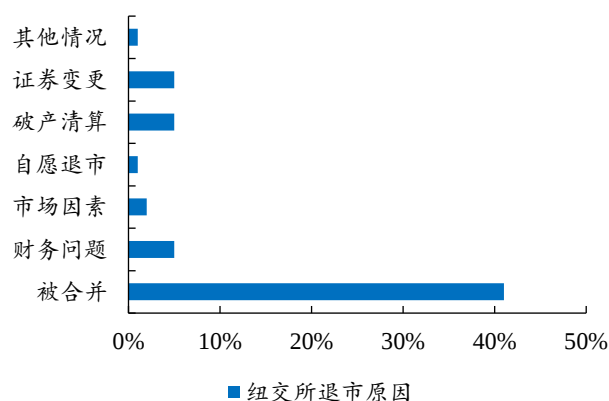
对标美国资本市场退市情况，主动退市、并购重组退市也有望成为 A 股常态化退市通道。近年来，随着退市新规的严格执行与相关配套制度改革的持续深化，强制退市正逐步常态化，主动退市、并购重组退市等多元化退出渠道亦不断畅通。从全球最大股票市场美股的退市经验来看，主动退市已成为成熟资本市场的常态，1980-2017 年间纳斯达克自愿退市的比例已达 7%。并购重组退市也是二级市场实现资源优化配置的重要方式，1980-2017 年间纽交所与纳斯达克的并购重组类退市占比均为 41%。对比来看，截至 2022 年 6 月 14 日，A 股历年来并购重组退市占比仅为 25%，主动退市案例也相对较少，相对美股还具有较大的提升空间。同时，2020 年 10 月 9 日国务院发布的《关于进一步提高上市公司质量的意见》也明确指出要畅通主动退市、并购重组、破产重整等上市公司多元化退出渠道。我们认为随着全面注册制的稳步推进，上市公司身份的稀缺性将进一步下降，主动退市或将成为退市的重要方式之一；而并购重组退市有利于促进产业转型升级和引导资源优化配置，也有望成为 A 股常态化退出通道。

图21：A股退市渠道逐渐多元化



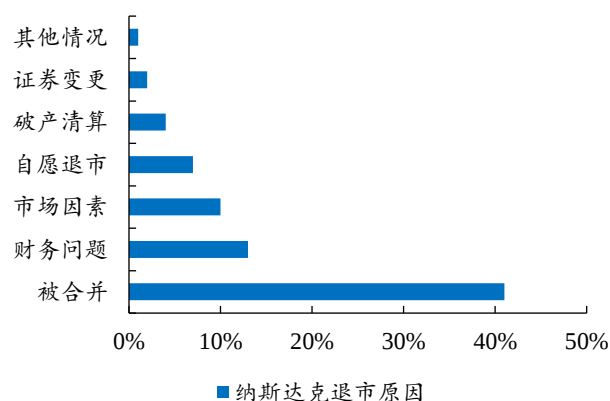
数据来源：Wind、开源证券研究所（统计日期截止至2022年6月14日）

图22：纽交所并购重组类退市占比超40%



数据来源：WRDS、开源证券研究所（统计区间为1980年-2017年）

图23：纳斯达克自愿退市占比达7%



数据来源：WRDS、开源证券研究所（统计区间为1980年-2017年）

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的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	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	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，属于机密材料，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16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