

# 持续盈利筑基 独立合规并重

## ——IPO集邮策略再进化

证券分析师：王文翌 A0230517040001

感谢分析师 叶俊仙的贡献

2017.9.27



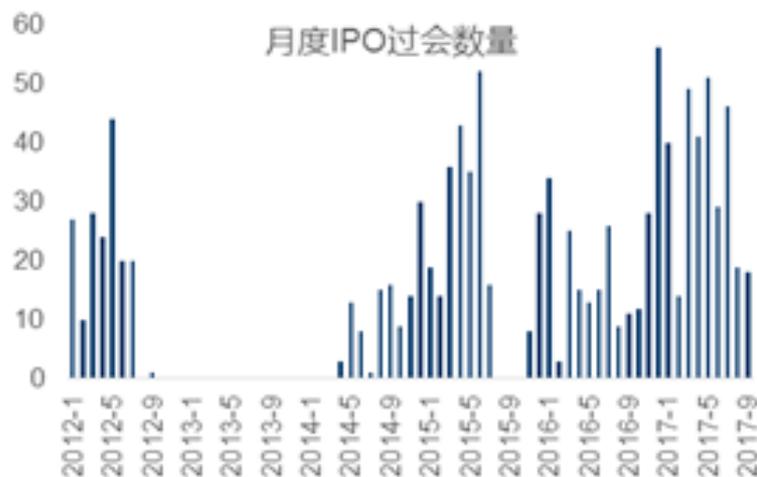
# 主要内容

1. IPO政策稳定
2. IPO现状面面观
3. IPO成与败
4. 集邮策略再进化

# 1. IPO政策稳定

- 核准制短期不会改变
- IPO仍是资本市场改革重点
- 支持贫困地区企业IPO
- IPO进展平稳

图 1：2015 年 11 年重启 IPO



资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 2：2017 年以来 IPO 进展平稳



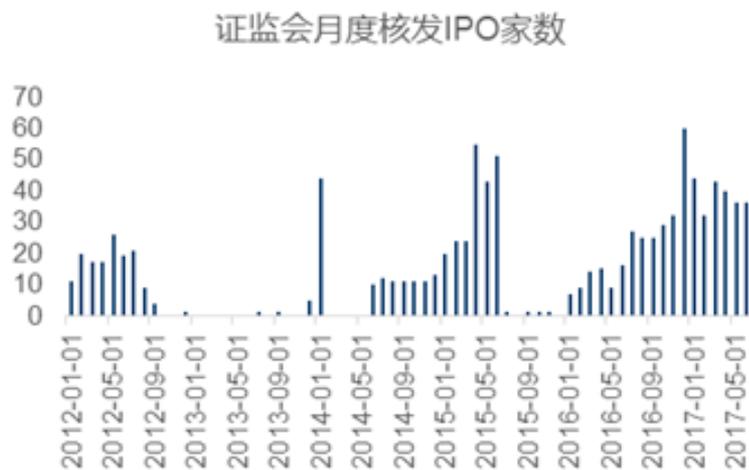
资料来源: Choice, 申万宏源研究

# 主要内容

1. IPO政策稳定
2. IPO现状面面观
3. IPO成与败
4. 集邮策略再进化

## 2.1 IPO常态化，挂牌公司IPO辅导数量猛增

图 3：2016 年下半年以来核发 IPO 常态化



资料来源：Choice, 申万宏源研究

图 4：2015 年末以来挂牌公司 IPO 辅导数量猛增



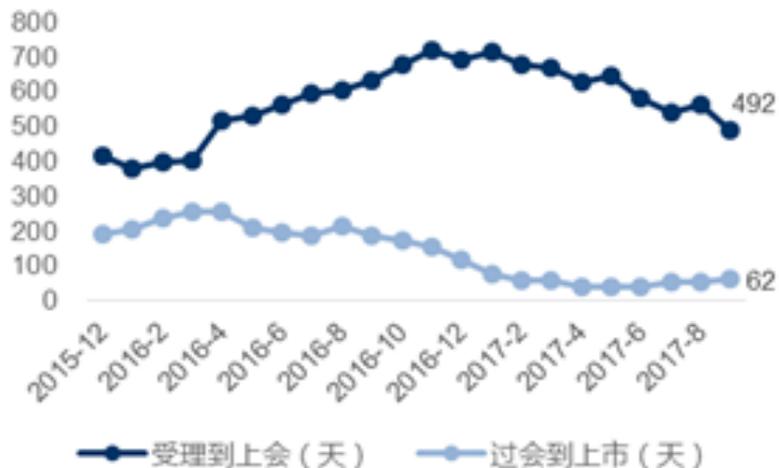
资料来源：Choice, 申万宏源研究

## 2.2 整体过会概率下降

- 2015年11月后，新三板挂牌公司上会20家，16家过会，4家被否，过会率80%，低于同期发审委的首发审核通过率87.9%。
- 挂牌公司过会概率下降并未超预期
  - 挂牌标准低于A股
  - 没有针对新三板的IPO优惠政策
- 被否的挂牌公司仍有机会
  - 5家公司第一次上会被否
  - 1家公司第一次上会暂缓表决
  - 2家公司主动撤回

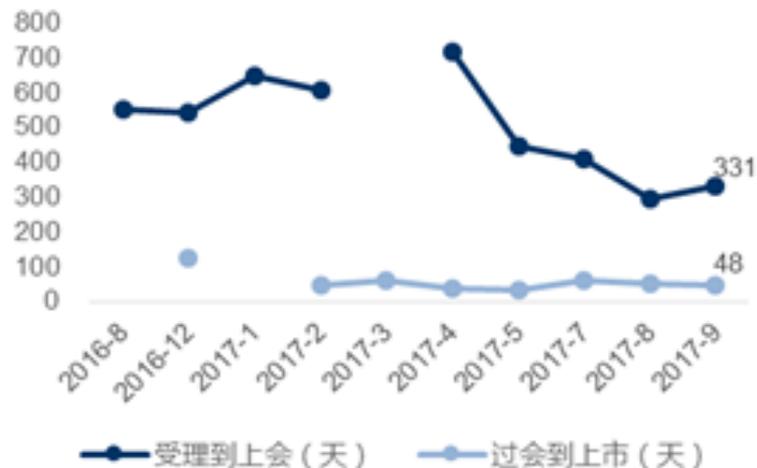
## 2.3 进入2017年之后，排队时间变短

图 5: 2015.11 后上市的 A 股 IPO 时长



资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 6: 2015.11 后上市的挂牌公司 IPO 时长



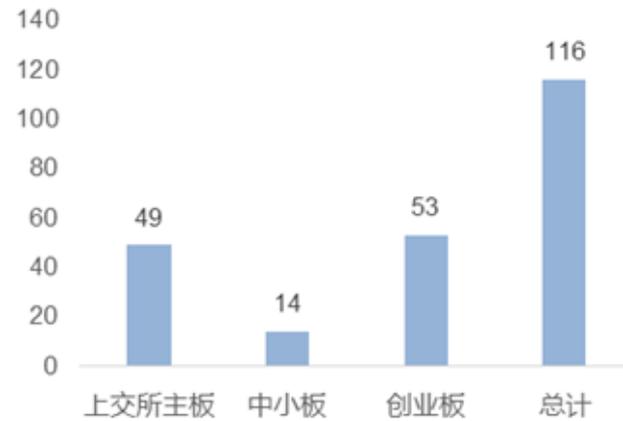
资料来源: Choice, 申万宏源研究

## 2.4 IPO辅导增长放缓，申报先增后减

图 7: 挂牌公司 IPO 辅导、申报数量变化



图 8: 挂牌公司 IPO 申报板块分布



资料来源: Choice, 申万宏源研究

资料来源: Choice, 申万宏源研究

表 1: 挂牌公司退出 IPO 辅导的原因

原因	数量	占比
终止辅导	9	15%
更换辅导券商	4	6%
摘牌	49	79%

表 2: 挂牌公司退出 IPO 申报的原因

原因	数量	占比
过会	13	29%
被否	4	9%
摘牌	8	18%
IPO中止审查	13	29%
IPO终止审查	7	16%

资料来源: Choice, 申万宏源研究

资料来源: Choice, 申万宏源研究

# 主要内容

1. IPO政策稳定
2. IPO现状面面观
- 3. IPO成与败**
4. 集邮策略再进化

## 3.1 IPO审核理念

### ■ 实质审核

- 具备发展前景和投资价值
- 符合发行条件

### ■ 风险导向

- 保护投资者利益
- 既非规避一切风险，也不止于充分披露风险

### ■ 综合考量

- 问题严重将一票否决
- 多个因素综合考量，不存在面面俱到的客观标准

## 3.2 如何看待IPO审核？投行和投资者的角度

### ■ 投行

- 内部人，信息充分
- “排雷” ——以解决问题为导向，推动企业上市为目的，收取中介费用

### ■ 投资者

- 外部人，公开信息
- “淘金” ——排除可能失败的公司，投资更可能成功的公司，以获取投资收益

### 3.3 发审委问询的问题：重要但需辩证看待

#### ■ 持续盈利与独立合规并重

- 持续盈利能力是企业IPO的最大障碍，其次是独立性和规范运行
- 然而，过会公司的问询也同样出现了这三类问题

图 7：2017 年 1-9 月 IPO 过会公司问询问题

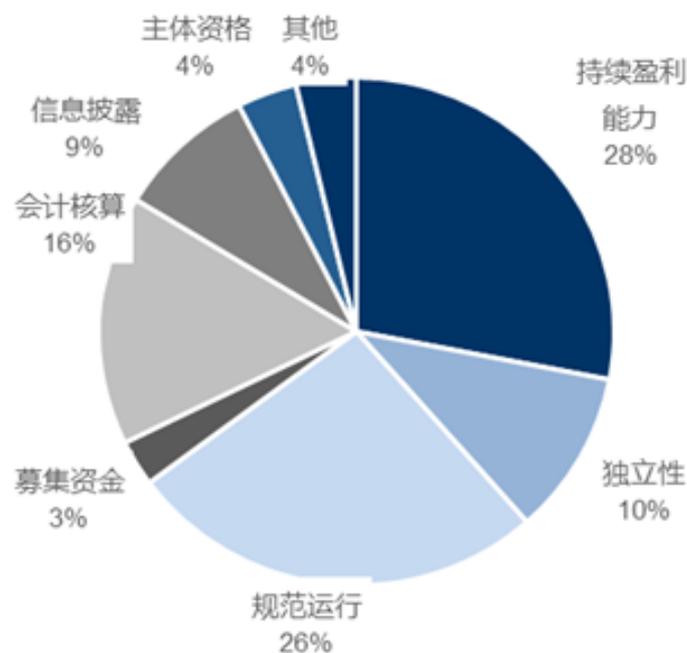
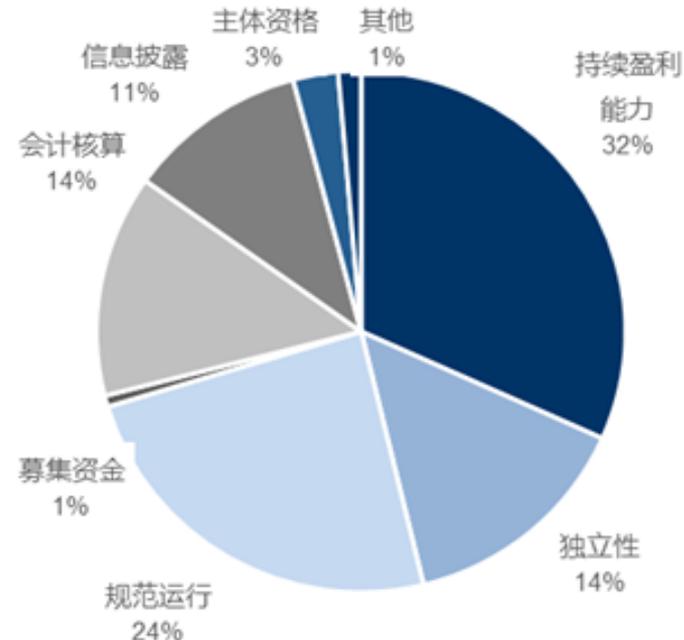


图 8：2017 年 1-9 月 IPO 被否原因



资料来源：证监会，申万宏源研究

资料来源：证监会申万宏源研究

### 3.4.1 商业模式成熟的行业更适合IPO

- 总体上要求符合国家产业政策
  - 限制的行业
  - 鼓励的行业
- 谨慎对待农林牧渔业
- 增长空间大，景气程度高的行业更有利
- 商业模式成熟的行业比商业模式新颖的行业更适合A股

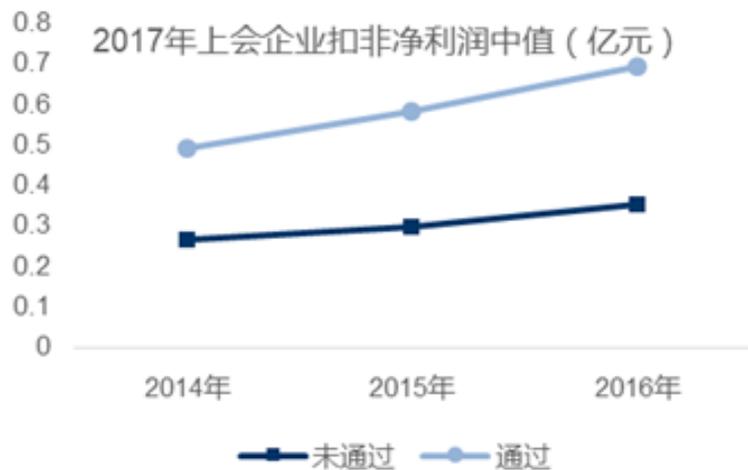


资料来源：Choice，申万宏源研究

## 3.4.2 净利润越高越有利于IPO

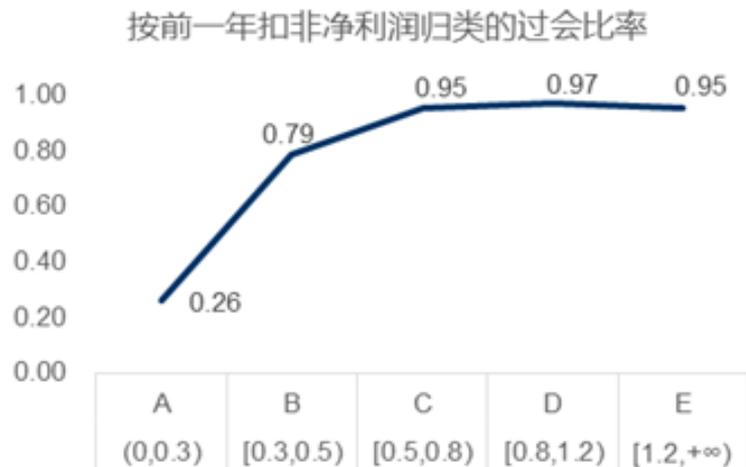
### ■ 是持续盈利能力的有力体现

图 9：过会企业净利润明显高于被否企业



资料来源：Choice，申万宏源研究

图 10：前一年扣非净利润越高的企业越容易过会

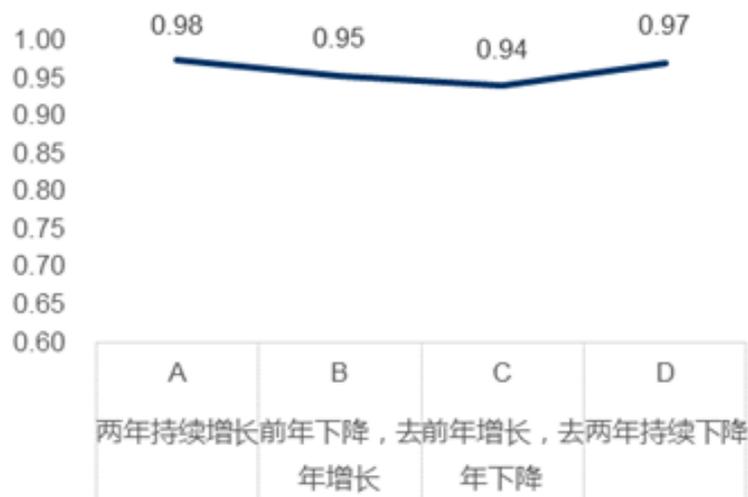


资料来源：Choice，申万宏源研究

### 3.4.3 理论上，净利润稳定有利于IPO

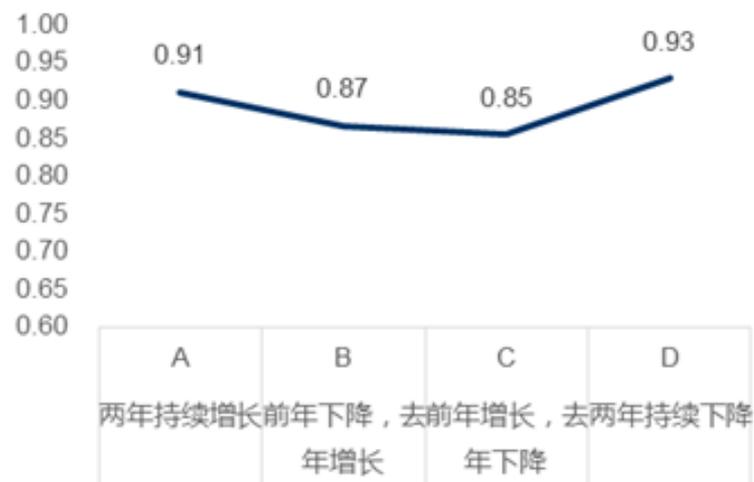
- 体现了持续盈利能力的另一方面
- 但是，缺乏对公司能否过会的预测能力

图 11: 2015-16 年过会率 - 按增长率分类



资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 12: 2017 年过会率 - 按增长率分类



资料来源: Choice, 申万宏源研究

## 3.4.4 与新三板相关的问题

### ■ 发审委问询

- 挂牌期间规范性
- 信批差异
- 三类股东
- 对赌协议
- 200人股东

### ■ 负面信号

- 中止审查 ≠ 终止审查
- 辅导时间过长
- 大股东大量减持
- 董监高/核心人员近期纷纷离职
- 频频更换中介机构

# 主要内容

1. IPO政策稳定
2. IPO现状面面观
3. IPO成与败
4. 集邮策略再进化

# 4.1 IPO概率预测框架

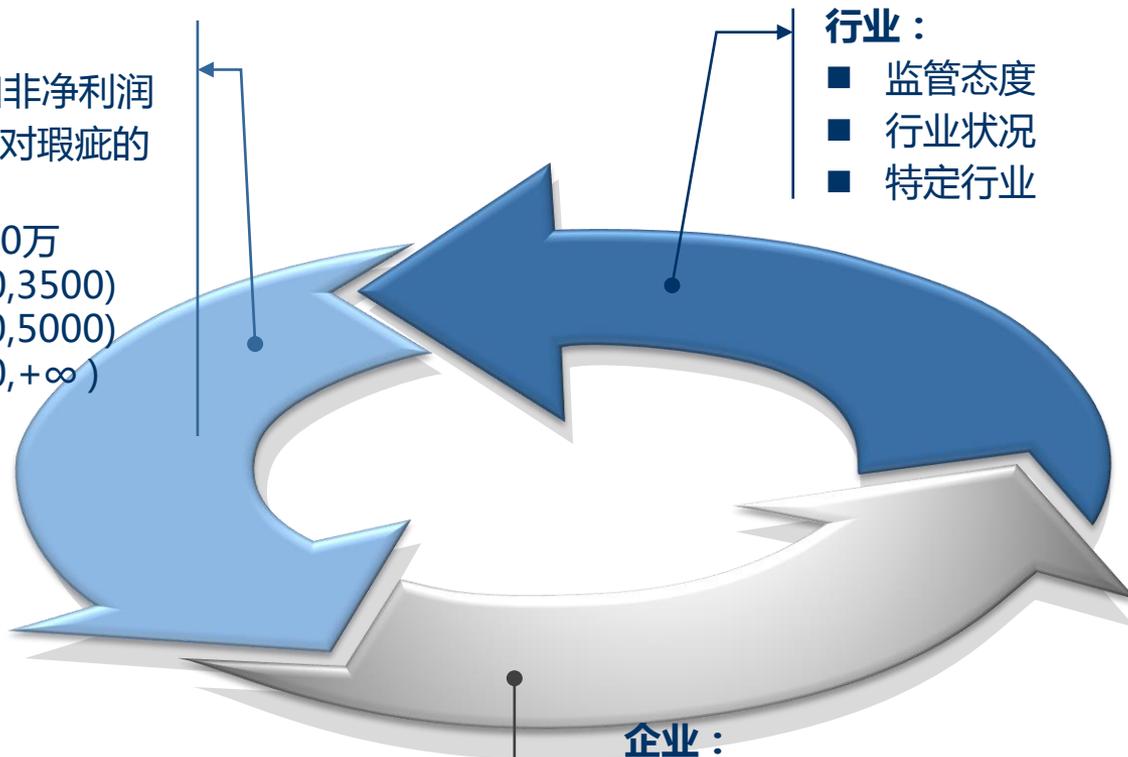
## 盈利规模：

- 最近一年扣非净利润规模越大，对瑕疵的容忍度越高

- 零档：<2500万
- 一档：[2500,3500)
- 二档：[3500,5000)
- 三档：[5000,+∞)

## 行业：

- 监管态度
- 行业状况
- 特定行业



## 企业：

- 竞争优势
- 持续盈利能力
- 独立性
- 规范性
- 其他因素

资料来源：申万宏源研究

## 4.2.1 行业 - 监管态度

### 监管态度

#### ■ 加分项

- 《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》：新一代信息技术产业、高端装备制造产业、新材料产业、生物产业、新能源汽车产业、新能源产业、节能环保产业、数字创意产业、相关服务业等9大产业

#### ■ 减分项

- 国家限制发展和要求淘汰的产业。参见国家发改委《产业结构调整指导目录》。
- 因国家宏观经济调控和专项政策调控影响的行业。目前主要是过剩产能、类金融，以及受到环保督查的行业。
- 行业整体虽不受限制，但法规政策对相关业务有特别制约的。例如景区、寺庙的门票经营、报刊杂志等媒体采编业务等。
- 有保密要求导致不能履行信息披露义务最低标准的行业与业务等。
- 证监会严格审查的行业：农业、影视制作、传媒、娱乐、游戏、文化和互联网等。

## 4.2.2 行业 - 行业状况

### 行业状况

#### ■ 加分项

- 市场空间足够大
- 已经或即将**处于**景气周期

#### ■ 减分项

- 市场空间狭小
- 已经或即将**离开**景气周期

## 4.2.3 行业 - 特定行业

### 特定行业

#### ■ 加分项

- 商业模式简单、成熟的行业

#### ■ 减分项

- 具有新颖商业模式的行业
- 农林牧渔行业（财务风险较大）
- 谨慎对待医药行业（政策严厉监管，近期有剧烈变化（两票制），且容易出现商业贿赂）

## 4.3.1 企业 - 竞争优势

### 竞争优势 – 加分项

#### ■ 成本优势

- 毛利率高于或费用率低于同行业上市公司或同类产品（能合理解释）
- 供应商返利或应收账款持续增长（能合理解释）

#### ■ 技术优势

- 具有更加先进的技术和研发能力
- 长期改进工艺流程

#### ■ 壁垒优势

- 细分市场当中具有高度认可的品牌价值
- 特许经营权

#### ■ 管理优势

- 比竞争对手更及时地满足顾客的需求
- 更加灵活的管理方式

## 4.3.2 企业 – 持续盈利能力

### 持续盈利能力 – 减分项（出现以下状况应警惕）

#### ■ 经营能力

- 经营业绩下滑或大幅波动，与同行业可比上市公司是否一致
- 毛利率或费用率大幅波动
- 不同客户毛利率较大差异
- 存货余额较高、周转率较低
- 应收账款逐年增加，应收账款周转率逐年降低

#### ■ 商业模式

- 境外销售占较大比重
- 主要客户或主要供应商与公司存在关联关系
- 采购价格大幅低于可比公司
- 外协采购比重较大，而非直接采购

#### ■ 依赖性

- 补贴收入或税收优惠占净利润比重较大
- 主要客户或主要供应商过于集中或成立时间较短
- 依赖单一技术或特定销售区域
- 客户或供应商或经销商变化幅度较大

#### ■ 重大不利风险

- 房产/土地使用权处于未定状态
- 资产负债率过高，存在重大偿债风险
- 特许经营权、产品生产资质、高新技术认证将到期

## 4.3.3 企业 – 独立性

### 独立性 – 减分项（出现以下状况应警惕）

#### ■ 业务独立

- 实控人名下其他企业从事类似行业，疑似同业竞争
- 与关联方有资金往来、发生业务关系
- 为关联方担保贷款，被占用资金
- 关联方代收代付货款
- 与关联方发生的毛利率、费率与非关联方显著不同

## 4.3.4 企业 - 规范运行

### 规范运行 - 减分项 ( 出现以下状况应警惕 )

- 报告期间存在重大违法行为
- 产品质量问题导致法律纠纷
- 社保公积金缴纳不足
- 商标专利存在未决纠纷
- 医疗行业推广费用较高，有商业贿赂嫌疑
- 实控人或其控制企业长期占用公司资金或利用公司为其担保

## 4.3.5 企业 – 其他因素

### 其他因素 – 减分项（出现以下状况应警惕）

- 员工人数持续下降
- 员工薪酬显著低于同地区或同行业公司
- 董监高/核心人员近期纷纷离职
- 大股东大量减持
- 辅导时间超过12个月
- 频频更换中介机构
- 挂牌时间较短

## 4.4 推荐标的

从已公告辅导且具备一定交易活跃度的新三板公司当中筛选：

	证券代码	证券名称		证券代码	证券名称
1	832737.00	恒信玺利	8	835265.00	同禹药包
2	833371.00	蓝天燃气	9	832814.00	昌耀新材
3	833014.00	中标集团	10	834948.00	晨泰科技
4	832136.00	蓝天园林	11	833790.00	嘉元科技
5	836053.00	友宝在线	12	832188.00	科安达
6	830819.00	致生联发	13	832462.00	广电计量
7	831920.00	车头制药	14	831543.00	松炆资源

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxw@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

王文翌  
wangwy2@swsresearch.com