

第二章 投行的证券发行与承销



第一节 证券发行概论

一、证券发行概念

证券发行就是指商业组织或政府组织为筹集资金，依据法律规定的条件和程序，向社会投资人出售代表一定权利的有价证券的行为。



证券发行的特点

- 1、**发行主体**受严格的法律法规限制；
- 2、**证券发行**是向社会投资者筹集资金的形式，是实现社会资本配置的有效方式；
- 3、**证券发行实质上**是投资者出让资金使用权而获取以收益权为核心的相关权力的过程。



企业发行证券的目的

- **1、筹集资本**
- **2、追加投资，扩大经营**
- **3、发行股票提高自有资本比率，改善财务结构。**
- **4、债券融资可利用财务杠杆增加资本利得，减少权益资本的分配，企业杠杆收购等资本运营手段的实质即是债券融资。**



股票融资优点

- **(1) 筹资风险小。**不用支付固定的利息，不存在不能还本付息的风险。公司有盈余，并且认为适合分配股利，就可以分给股东；公司盈余少，或虽有盈余但资金短缺或者有有利的投资机会，就可以少支付或不支付股利。
- **(2) 股票融资可以提高企业知名度，**为企业带来良好的声誉。发行股票筹集的是主权资金。普通股本和留存收益构成公司借入一切债务的基础。
- **(3) 股票融资所筹资金具有永久性，**无到期日，不需归还。在公司持续经营期间可长期使用，能充分保证公司生产经营的资金需求。
- **(4) 股票融资有利于帮助企业建立规范的现代企业制度。**



股票融资缺点

- **(1)**资本成本较高。首先，从投资者的角度讲，**投资于普通股风险较高，相应地要求有较高的投资报酬率**。其次，对筹资来讲，普通股股利从税后利润中支付，不具有抵税作用。另外，普通股的发行费用也较高。
- **(2)**股票融资**上市时间跨度长**，竞争激烈，无法满足企业紧迫的融资需求。
- **(3)**容易**分散控制权**。当企业发行新股时，出售新股票，引进新股东，会导致公司控制权的分散。
- **(4)**新股东分享公司未发行新股前积累的盈余，会降低普通股的净收益，从而可能引起股价的下跌。



债券筹资的优点

- 1.资本成本较低。**与股票的股利相比，债券的利息允许在所得税前支付，公司可享受税收上的利益，故公司实际负担的债券成本一般低于股票成本。
- 2.可利用财务杠杆。**无论发行公司的盈利多少，持券者一般只收取固定的利息，若公司用资后收益丰厚，增加的收益大于支付的债息额，则会增加股东财富和公司价值。
- 3.保障公司控制权。**持券者一般无权参与发行公司的管理决策，因此发行债券一般不会分散公司控制权。
- 4.便于调整资本结构。**在公司发行可转换债券以及可提前赎回债券的情况下，便于公司主动的合理调整资本结构。



债券筹资的缺点

- 1.财务风险较高。**债券通常有固定的到期日，需要定期还本付息，财务上始终有压力。在公司不景气时，还本付息将成为公司严重的财务负担，有可能导致公司破产。
- 2.限制条件多。**发行债券的限制条件较长期借款、融资租赁的限制条件多且严格，从而限制了公司对债券融资的使用，甚至会影响公司以后的筹资能力。
- 3.筹资规模受制约。**公司利用债券筹资一般受一定额度的限制。我国《公司法》规定，发行公司流通在外的债券累计总额不得超过公司净资产值的**40%**。



现代企业融资理论

1、MM理论

- 现代企业融资理论是由**Franco Modigliani**和**Merton Miller**于**1958**年所创立，即著名的**MM**理论。
- 该理论认为在一系列严格的假设条件之下，如没有公司税和个人所得税、企业没有破产风险、资本市场完善等，企业的价值与它所采用的融资结构无关。

2、权衡理论

- 制约企业无限制追求免税优惠或负债的最大化的关键因素是由债务上升而形成的企业风险和费用。企业债务的增加使企业陷入财务危机甚至破产的可能性也增加，随着企业债务的增加而提高的风险和各种费用会增加企业的额外成本，从而降低市场价值。
- 因此，企业最佳融资结构应当是在负债价值最大化和债务上升带来的财务危机成本及代理成本之间选择最适点。



证券发行的分类

■ 根据发行对象分类

■ 公募

- 溢价发行、平价发行、折价发行

■ 私募

- 发行对象：特定投资人如、相关企业、员工，机构投资者
- 债券由私募发行居多



证券发行制度

- 审批制
- 核准制
- 注册制



审批制

- 审批制是一种带有**较强行政色彩**的股票发行管理制度：
 - 股票发行下达指标，同时对各地区、部门上报拟发行股票企业的家数作出限制；
 - 由掌握指标分配权的部门**对上报企业进行筛选和审批，然后做出行政推荐**；
 - 证券监管机构对企业发行股票的规模、价格、发行方式、时间进行审批。



核准制

- 实质管理原则
- 公开披露与发行证券有关的信息
- 证券监管部门享有独立审查权，保证发行的证券符合公众利益
- 必须证券监管部门核准



注册制（申报制）

- 公开管理原则，要求提供关于证券发行本身以及证券发行有关的一切信息
- 注册申报后的规定时间内未被拒绝注册，就可以发行证券
- 必须对所提供信息的真实性、完整性、和可靠性承担法律责任



注册制

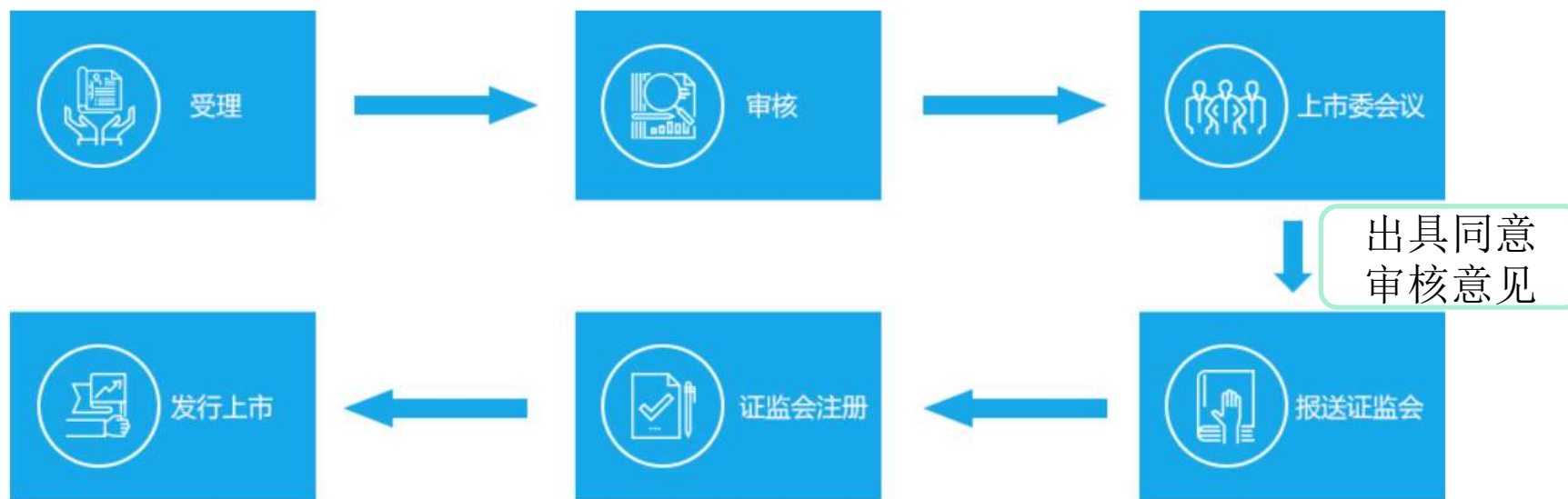
- 注册制是一种**市场化的股票发行制度**，强调股票发行人根据市场需求情况自主决策，但是发行人在申请发行股票时，**必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报，并向全社会公开。**
- 证券监管机构的责任是对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作**形式审查**，**不对发行人的资质进行实质性审核和价值判断**，而是将发行人股票的好坏留给市场判断。
- 注册制的基础是强制性信息披露原则，遵循买者责任自负的理念。



推行注册制改革三大考验

- 1、首先考验证监会的监管能力**
- 2、对交易所的审核能力是严峻考验**
- 3、考验中介机构保荐环节执业能力**

科创板





保荐人制度

- 提出“双保”要求，不但要有保荐机构进行保荐，还需具有保荐代表人资格的从业人员负责保荐工作。
- 责任具体落实到了个人。



保荐期限

- **尽职推荐阶段：从中国证监会正式受理公司申请文件到完成发行上市。**
 - **持续督导阶段：**
 - (1) 首次公开发行股票的公司，持续督导期间为上市当年剩余时间以及其后两个完整会计年度。**
 - (2) 再次公开发行股票的公司，发行公司可转换债券，持续督导期间为上市当年剩余时间以及其后一个完整会计年度。**
- 注：创业板上市，分别延长一年。**



保荐责任

- 在尽职推荐阶段，保荐机构和保荐人代表要**对企业进行辅导和尽职调查**；要保证或有充足理由确信向中国证监会提交的相关文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；**要在推荐文件中对发行人的信息披露质量、发行人的独立性和持续经营能力等作出必要的承诺。**
- 在持续督导阶段，保荐人要对上市公司履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务的情况进行持续跟踪，及时揭示风险、督促纠正错误，并给予规范性指导。



持续信用监管和冷淡对待的监管措施

- **对保荐机构和保荐代表人的违法违规行为，除了进行行政处罚和依法追究法律责任外，还将在一定时间内不受理或不再受理其提出的推荐发行上市申请，严重地还要取消其从事保荐业务的资格。保荐机构和保荐人代表的不良信用记录将记录在案并予以公布。**

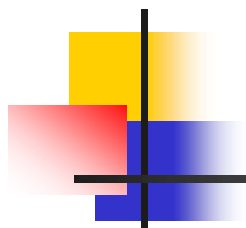
	英国 AIM 市场	香港创业板市场	美国纳斯达克市场	马来西亚麦斯达克市场	我国创业板
保荐人资格	具有一定从业经验，并在 伦敦证券交易所核准并登记	除了符合申请资格外，还要 经香港联交所审核通过 才能担任保荐人，且保荐人要继续维持资格必须 每年缴纳1万元复核费 。此外，还存在 副保荐人制度 。	主承销商 无权决定发行企业是否有资格上市 ，只对发行企业所披露信息的 真实性、准确性和完整性 负责。	由上市公司的主承销商担任保荐人，公司 上市满一年后 聘请其他符合条件的中介机构担任保荐人，进行“ 接力 ”。	1. 保荐人必须是 证券公司 2. 必须有 主承销商 资格 3. 保荐代表人必须具有 中国证监会认可 的投资银行业务经历
保荐期限	为 终身保荐制度 ，保荐人的任期以发行人的存续期为准。	上市申请的保荐人 任期固定 ，必须涵盖上市公司 该财政年度余下时间以及其后两个完整的财政年度 。	暂无特别规定。	上市一年后，由 主承销商 担任保荐人，接任后 最低保荐期为5年 。	自证券 上市之日 计算起，持续督导的期限为 公司上市后当年剩余时间以及其后两个完整的会计年度 。
保荐人职责	1. 公司上市保荐 2. 信息披露 3. 证券做市 4. 公司推荐	1. 公司上市保荐 2. 信息披露 3. 公司推荐	因为美国是一套完整的体系充当保荐人职责，所以暂无特别规定。	1. 公司上市保荐 2. 信息披露 3. 公司推荐	1. 公司上市保荐 2. 信息披露 3. 公司推荐



“绿大地”案例

云南绿大地生物科技股份有限公司（以下简称“绿大地”）于2001年3月注册登记，并于2007年12月21日成为国内第一家绿化行业上市公司，主营业务为绿化工程设计、绿化苗木种植和销售。

2011年3月17日，“绿大地”发布公告称，控股股东、董事长何学葵女士因为涉嫌欺诈发行股票罪被公安机关逮捕。3月22日，中国证监会表示在2010年3月因绿大地涉嫌信息披露违规立案稽查，发现该公司存在涉嫌虚增资产、虚增收入、虚增利润等多项违法行为。



“绿大地”案例

发行人	绿大地
保荐机构	联合证券
会计师事务所	深圳鹏程会计师事务所
律师事务所	四川天澄门律师事务所

中国证监会拟对联合证券、天澄门、深圳鹏城行政处罚，撤销深圳鹏城证券服务业务许可，拟对相关责任人员行政处罚和终身证券市场禁入，撤销相关保荐代表人资格和证券从业资格。

<http://finance.sina.com.cn/stock/quanshang/thyj/20130227/170714665415.shtml>

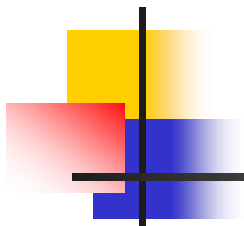
违规行为类型	事件数目 (2004-2018)
未勤勉尽责，出具虚假报告	27
保荐代表人内部交易	7
擅自改动已封存资料	4
保荐文件制作粗糙，遗漏内容	4
保荐期限内上市公司盈利下滑幅度大	2
保荐代表人隐瞒兼职情况、多项目同时推进	2
保荐代表人收受贿赂	1
保荐机构任用无保荐资格的人员从事保荐业务	1



平安证券受到严厉处罚

平安证券在万福生科保荐上市中，未能勤勉尽责，其出具的发行保荐书、持续督导报告等存在虚假记载，拟对平安证券基于警告，没收其该保荐业务收入2555万，并处以两倍罚款，罚款金额共7665万元；不仅如此，还暂停平安证券保荐资格3个月。

- 相关保荐代表人也受到严厉处罚，吴文浩、何涛除罚款30万元外，还取消二人的保荐资格，终身禁止进入市场。
- 对保荐业务负责人、内核负责人薛荣年、曾年生和崔岭给予警告并分别处以30万元罚款，撤销证券从业资格；对保荐项目协办人汤德志给予警告并处以10万元罚款，撤销证券从业资格。



IPO造假事件

2012年：“天能科技”成为国内首家因财务造假，在IPO申报阶段撤回材料且仍被证监会处罚的未上市公司

“万福生科”财务造假（平安证券）

2013年：绿大地欺诈发行股票，中小板市场首例（联合证券）

2016年：“欣泰电气”财务造假（兴业证券）

2017年：乐视网



保荐代表人胜任能力考试简介

- ❖ **保荐人的职责**就是协助上市申请人进行上市申请，负责对申请人的有关文件做出仔细的审核和披露并承担相应的责任，保荐人在公开、公平、公正、规范、自愿的原则下，在本所核准的范围内从事业务，不得擅自超越业务范围、业务权限。
- ❖ **报名条件：入门资格考试(金融市场基础知识、证券市场基本法律法规两科)合格者。**

考试科目

- ❖ 保荐代表人胜任能力考试考试科目为《**投资银行业务**》。
- ❖ 采取闭卷机考考试形式，题型均为单项选择题，**120题**，时间为**180分钟**，满分为**100分**，**60分及以上**视为合格成绩。成绩有效期**3年**。
- ❖ 保荐代表人的收入由年薪、签字费和转会费三部分组成。其中，年薪一般在**100万至150万**之间，高者甚至接近**200万**；签字费是指在每一个保荐项目上署名的费用，一般是**70万至80万**；转会费是保荐代表人在“跳槽”到另一家保荐机构时，下家支付给他们的费用，通常都高达**200万**。



保荐代表人胜任能力考试简介

- ❖ 报名方式：采取网上个人报名，报名入口路径：中国证券业协会——从业人员——考试报名——当次证券业从业人员资格考试报名
- ❖ 考生取得《投资银行业务》考试合格成绩后，应当每年参加并完成中国证券业协会组织的相应业务培训；未按要求完成相应业务培训的，其合格成绩不再有效。
- ❖ 通过保荐代表人胜任能力考试科目《投资银行业务》的考生可通过所任职的保荐机构向中国证券业协会提交申请，注册保荐代表人资格。
- ❖ 保荐代表人注册由中国证券业协会管理。

保荐代表人胜任能力考试大纲

（2014年10月新版）

- ❖ 第一章 保荐业务监管（资格管理、主要职责、工作规程、执业规范）
- ❖ 第二章 财务分析（会计、财务分析）
- ❖ 第三章 股本融资（首次公开发行股票、上市公司发行新股、非上市公司股份公开转让）
- ❖ 第四章 债务融资（政府债券、金融债券、公司债券、企业债券、资产证券化）
- ❖ 第五章 定价销售（股票估值、债券估值、股票发行与销售、债券发行与销售）
- ❖ 第六章 财务顾问（业务监管、上市公司收购、上市公司重大资产重组、涉外并购、非上市公众公司并购）
- ❖ 第七章 持续督导（法人治理、规范运作、信守承诺、持续信息披露、法律责任）

保荐代表人胜任能力考试

- ❖ **2015**年第一次保荐代表人胜任能力考试举办，这是中国证券业协会对该项考试进行改革以后的首次考试。本次考试共报名**4287**人，参考**2336**人，通过**884**人，通过率**37.84%**。



图1：2004-2016年保荐代表人考试通过率

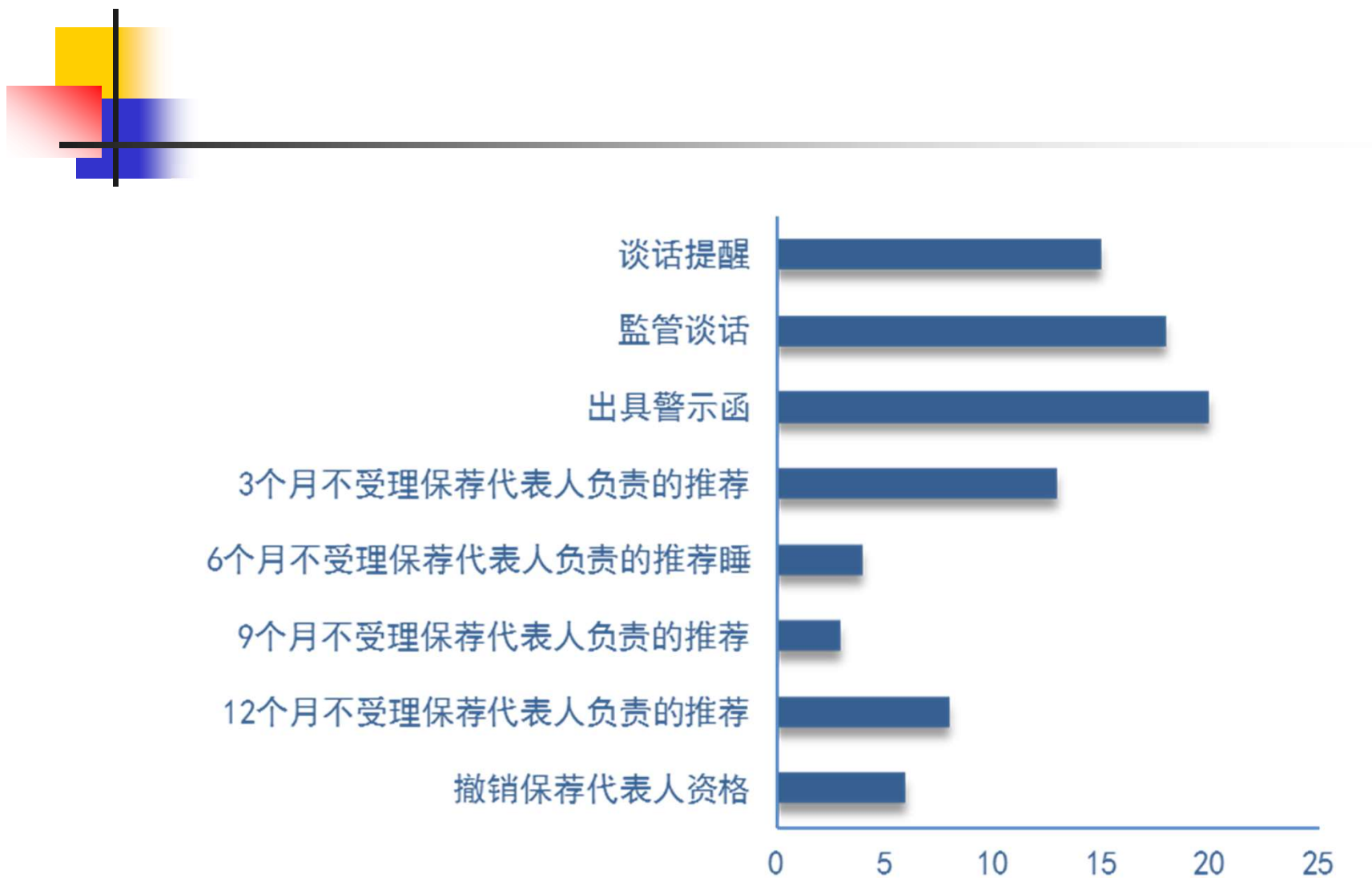


图1：保荐代表人被处罚情况统计



图2：保荐机构被处罚情况统计

保荐人“荐而不保”？

保荐机构	今年保荐上市的数量	保荐公司业绩变脸数量	保荐项目业绩变脸率	业绩变脸项目	今年前三季度营业利润同比增幅	保荐代表
瑞银证券	2	2	100.00%	比亚迪	-84.49%	丁晓文、汤双定
				庞大集团	-11.62%	李宏贵、张浩
华龙证券	4	3	75.00%	瑞丰光电	-14.04%	郭喜明、张城钢
				西泵股份	-29.05%	刘生瑶、全泽
				宜昌交运	-2.69%	朱彤、王融
国金证券	4	2	50.00%	鸿特精密	-35.68%	陈伟刚、李康林
				通裕重工	-30.46%	罗洪峰、徐彩霞
国元证券	4	2	50.00%	科大智能	-39.29%	胡伟、袁晓明
				顺荣股份	-24.77%	詹凌颖、陶传标
渤海证券	2	1	50.00%	大连电瓷	-8.81%	张运发、吴永强
国都证券	2	1	50.00%	福安药业	-12.05%	毕杰、胡志明
申银万国	2	1	50.00%	风范股份	-41.60%	周学群、王素文
安信证券		4	44.44%	海立美达	-17.34%	孙茂峰、台大春
				华锐风电	-57.45%	王铁铭、郑茂林
				金力泰	-48.12%	濮宋涛、张宜霖
				雷柏科技	-13.06%	王永兴、范文明
中航证券	5	2	40.00%	金信诺	-5.68%	李秀敏、许春海
				雷曼光电	-21.18%	武利华、魏奕
国泰君安	5	2	40.00%	华中数控	-18.75%	刘欣、孙小中
				四方达	-23.38%	袁华刚、胡耀飞



证券发行的方式

■ 直接发行

- 不通过承销机构发行，如首次设立股份有限公司、资本公积金转增股本、股票分红、股份分割、债券股票化

■ 间接发行

- 通过承销机构代销、包销、或余额包销



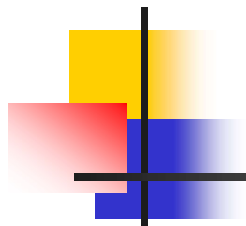
第二节 股票的公开发行业与承销

- 股票的公开发行业是指发行人通过中介机构**向不特定的社会公众**广泛地发售股票。
- 股票的公开发行业包括
 - 首次公开发行业 (Initial Public Offering , IPO)
 - 二次公开发行业 (Secondary Public Offering , SPO)



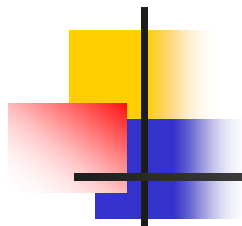
案例：姚记扑克（002605）

- 上海姚记扑克股份有限公司创建于**1994**年，位于安亭国际汽车城，公司经过十五年的发展，现已发展成世界上最大的现代化扑克牌生产基地，年产量高达**8**亿副。
- **预披露材料**显示，姚记扑克拟在深交所发行不超过**2350**万股的**A**股股票，募集资金**3.63**亿元投向年产**6**亿副扑克牌生产基地项目。该项目达产后，姚记扑克年产能将达到**13**亿副。
- **2011**年**8**月**5**日，姚记扑克在深圳证券交易所**A**股成功上市。发行价**21**元（现**6.59**元）发行数量**2350**万股。



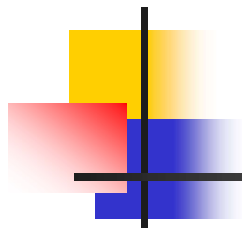
公司主营增长缓慢，潜力匮乏！

上海姚记扑克股份有限公司主要从事各类扑克牌的设计、生产和销售，是中国主要的扑克牌生产销售企业之一。作为中国扑克上市第一股，由于产品技术含量不高，姚记扑克在上市之初就备受争议。投资者普遍认为其主营业务业绩增长乏力、盈利难以持续。北京首证也认为，扑克牌在国内并非朝阳产业，行业成长稳定但增速较为缓慢，受益于白卡纸降价和抢夺同业对手份额并非长久之计。随着网络游戏越来越被人接受，纸质扑克市场规模将必定不断萎缩。



公司大玩特玩概念

2014年6月3日，姚记扑克宣布以现金和相关资产对**上海细胞治疗工程技术研究中心**有限公司进行增资，并相应持有其 **22%**的股权，公司投入细胞公司的现金和相关资产合计为 **1.3** 亿元人民币。这个以扑克牌生产销售为主业的企业进军看似与主业驴唇不对马嘴的生物医疗行业的消息一出便引发了市场的讨论。北京首证认为**姚记目前投资的这家公司正处在初期阶段，到能够给上市公司贡献利润还有相当长的时间，现在看概念的意义更大。**



其实姚记扑克玩概念已经不是第一次了。早在**2012年3月**，姚记扑克便和北京联众达成协议涉足网络游戏领域。两年之后，姚记扑克又公告了，与蔡文锦等四位自然人共同出资**设立上海姚记网络科技有限公司，欲打造自有互联网平台**。除此之外，姚记扑克还与北京演艺集团、中国银泰投资签订了《中国杂技团有限公司增资意向书》，向中国杂技团有限公司增资，还与清科创投共同发起**设立清科姚记基金，重点关注移动互联网、文化创意、新兴消费等产业领域具有良好成长性与发展前景的企业**。还不仅如此！销售火爆的彩票市场，姚记扑克也插了一脚。**2013年9月**，姚记扑克与**500彩票网**签订了合作协议，进行互联网彩票销售客户的合作推广。

值得注意的是，姚记扑克每次讲完故事，其股价便会应声而涨。对于姚记扑克在两年中如此频繁地打出概念牌，且涉足多个领域，不免引来一些猜疑。扑克牌生产技术含量低，利润也相对较低，是一个低门槛的行业，虽然姚记扑克目前稳坐第一宝座，但未来竞争压力依然不容小觑。因此，姚记扑克追求多元化发展也自然是情理之中的事情了，才能给投资者更多的想象空间。恰恰是讲了这些故事，使得公司在业绩并没多大起色的情况下，公司股价却狂飙突进，根据北京首证统计自2013年12月至2014年6月，仅仅半年公司股价涨幅超50%以上，最疯狂时甚至一度翻番。业绩与股价的巨大反差，源于姚记扑克频频的讲故事。这给予市场提供了充分的炒作热点，这是姚记扑克获得高股价的主要原因。北京首证提醒：“光有概念是远远不够的，就像热潮退去的手游概念一样，最终说话的还是业绩”。



IPO的意义

- **IPO**是公司实现多渠道融资的一种手段
- **IPO**是公司发展到一定阶段的重要选择
- **IPO**是公司从私人公司走向公众公司的过程
- **IPO**是公司股东及高管价值实现的最佳方式
- **IPO**是公司股东风险分散化的一种方式

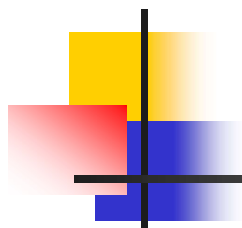


承销的概念

- 证券承销，是指承销商帮助发行人**设计**证券，并承诺**购买**这些证券，然后将其通过自己的承销网络**卖给投资大众**以获取利益的行为。

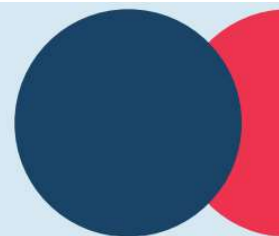
上市条件

科创板	主板/中小板	创业板
<p>1. 预计市值不低于人民币10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5,000万元，或者预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元；</p> <p>2. 预计市值不低于人民币15亿元，最近一年营业收入不低于人民币2亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于15%；</p> <p>3. 预计市值不低于人民币20亿元，最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元；</p> <p>4. 预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元；</p> <p>5. 预计市值不低于人民币40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位需具备明显的技术优势并满足企业相应条件。</p> <p>至少需要满足以上的一项条件。</p>	<p>1、最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3,000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；</p> <p>2、最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5,000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元；</p> <p>3、发行前股本总额不少于人民币3,000万元；</p> <p>4、最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%；</p> <p>5、最近一期末不存在未弥补亏损。</p> <p>中国证监会根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等规定认定的试点企业（以下简称试点企业），可不适用前款第1项、第5项规定。</p>	<p>1、最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；</p> <p>2、最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损；</p> <p>3、发行后股本总额不少于三千万元。</p> <p>中国证监会根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等规定认定的试点企业（以下简称试点企业），可不适用前款第1项规定和第2项“不存在未弥补亏损”的规定。</p>



审核程序

科创板	主板/中小板	创业板
上交所对发行人的发行上市申请文件进行审核，审核通过的，将审核意见和发行上市申请文件报送中国证监会履行注册程序。中国证监会在注册程序中可提出反馈意见，可退回交易所补充审核。交易所审核通过的，重新向中国证监会报送审核意见，交易所审核不通过的，作出终止发行上市审核的决定。	中国证券监督管理委员会对发行人首次公开发行股票核准	中国证券监督管理委员会依法对发行人申请文件的合法合规性进行审核，依法核准发行人的首次公开发行股票申请。



#1

globally in IPO fundraising
in five of the past
nine years

Over HK\$2tn

in IPO funds¹ raised
by issuers over the
past nine years

More than 2,100

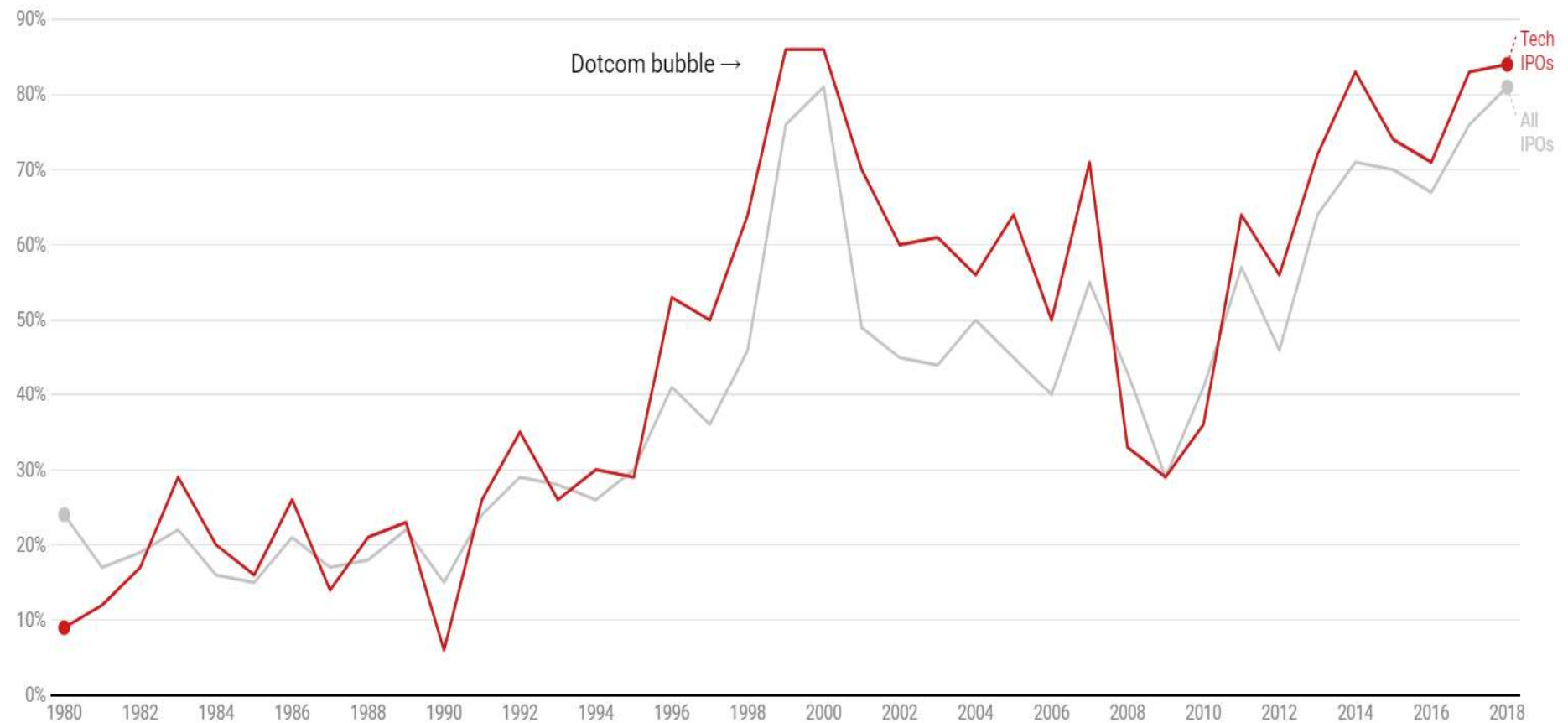
listed companies¹, including
international and Mainland
Chinese firms

Over HK\$800bn

invested in Hong Kong via
Southbound Trading under
Stock Connect to date

MAIN BOARD			GEM
Market for more established companies. Listings range from conglomerates, banks and property developers to internet companies and healthcare providers			Market for small to mid-sized companies
FINANCIAL REQUIREMENTS (SATISFY ONE OF THE BELOW TESTS)			FINANCIAL REQUIREMENTS
Profit Test	Market Cap/ Revenue Test	Market Cap/Revenue/ Cashflow Test	
<ul style="list-style-type: none"> • 3-Year aggregate profit \geq HK\$50m • Market cap \geq HK\$500m 	<ul style="list-style-type: none"> • Latest year revenue \geq HK\$500m • Market cap \geq HK\$4bn 	<ul style="list-style-type: none"> • Latest year revenue \geq HK\$500m • Market cap \geq HK\$2bn • Positive 3-year aggregate operating cash flow (OCF) \geq HK\$100m 	<ul style="list-style-type: none"> • Positive 2-year aggregate OCF \geq HK\$30m • Market cap \geq HK\$150m
<ul style="list-style-type: none"> • 25% free float minimum (can reduce to 15% if market cap > HK\$10bn) • Minimum 300 shareholders • 3 years management continuity • 1 year ownership continuity • At least 3 independent directors and control representing at least one-third of the board • Semi-annual financial reporting 			<ul style="list-style-type: none"> • 25% free float minimum (can reduce to 15% if market cap > HK\$10bn) • Minimum 100 shareholders • 2 years management continuity • 1 year ownership continuity • At least 3 independent directors and control representing at least one-third of the board • Quarterly financial reporting

Share of US IPOs that aren't profitable



Profitability data for the year leading up to IPO

Source: [Jay Ritter](#)

recode



1、投行评定发行人的要素

- 行业
- 盈利
- 业务及历史沿革的规范性
- 技术**&**产品
- 市场
- 募集资金运用
- 管理团队



行业分析的要素

- 行业情况
 - 行业前景好，处于成长周期
 - 受到限制的行业——依据国家产业政策判断
- 在细分行业中具有竞争优势
 - 在细分行业中的市场份额排名在前**3**名
 - 市场份额排名暂时落后但具备赶超潜力
 - 技术在行业内处于领先地位，自主创新能力强，有知识产权优势
 - 盈利模式独特，短期内竞争对手难以复制
- 盈利能力
 - 主营业务突出
 - 最近三年主营业务未发生重大变化
 - 最近三年成长性良好，且预期未来一段时间成长性将继续保持
 - 原材料供应或产品销售不严重依赖**1—2**家供应商或客户



股票市场欢迎的上市公司应具备哪些素质

- 1、巨大的行业成长空间；**
- 2、可持续的经营模式；**
- 3、优秀的管理团队和高素质的专业人才；**
- 4、应对行业风险与经营环境变化的能力；**
- 5、领先的竞争优势；**
- 6、健全有效的公司治理；**
- 7、良好的资产质量和盈利能力；**
- 8、清晰的战略定位。**



梦碎港交所后， 比特大陆**IPO**再掀波澜

<https://tech.sina.com.cn/it/2019-06-28/doc-ihytcerk9835621.shtml>

- 2018年9月，比特大陆正式向港交所递交招股书，比特大陆2017年营收**25.18**亿美元，是2016年营收的**9**倍还多，而在2018年上半年就实现了**28.45**亿美元的营收，超越了2017年全年。
- 一时间，全球三个加密货币矿机生产商比特大陆、嘉楠耘智、亿邦国际齐聚港交所，纷纷冲刺**IPO**，但最终无一成功，其背后则是港交所对于风险的判断。



梦碎港交所后， 比特大陆**IPO**再掀波澜

<https://tech.sina.com.cn/it/2019-06-28/doc-ihytcerk9835621.shtml>

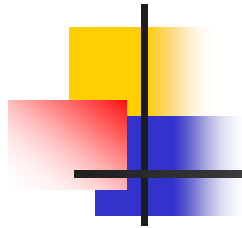
- 港交所总裁李小加：“对于**IPO**，港交所的核心原则是上市适应性（**suitability**）。拟上市公司给投资者介绍出来的业务模式是否适合上市？比如说过去通过**A**业务赚了几十亿美金，但突然说将来要做**B**业务，但还没有任何业绩。或者说**B**的业务模式更好，那我就觉得当初你拿来上市的**A**业务模式就没有持续性了。”
- 其他原因：过度单一营收来源，易受到加密货币价格波动。



梦碎港交所后， 比特大陆**IPO**再掀波澜

<https://tech.sina.com.cn/it/2019-06-28/doc-ihytcerk9835621.shtml>

- 比特大陆显然也知道过于依赖挖矿业务的后果：一旦虚拟货币价格出现大幅下滑或新政策出台，将直接对公司业绩产生巨大影响。为实现更多元收入，便开始发力**AI**芯片领域。
- 彭博社援引知情人士消息称，比特大陆恢复**IPO**计划，该公司可能通过美国**IPO**融资约**3亿-5亿美元**。



“好企业”的标准——不同的视角

- 一般人心目中的“好企业”
- 政府眼中的“好企业”
- 投资者眼中的“好企业”



投资银行眼中的“好企业”

- 项目价值
 - 上市的成功率
 - 声誉贡献
 - 延伸价值
- 符合公司投资银行业务的发展战略
 - 项目规模
 - 项目类型
- 公司基本面
 - 适合于资本市场
 - 具备“投资故事”



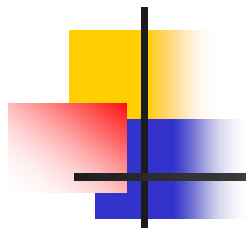
2、发行人选择投行的标准

- 声誉
- 能力
- 承销经验
- 分销能力
- 造市能力
- 承销费用



3、制定发行计划

- 拟发行股票的种类
- 发行规模
- 计划发行价格



4、组建IPO小组

- 会计师事务所
- 律师事务所
- 资产评估机构
- 公司管理人员
- 行业专家
- 公关机构



会计师事务所的职能

- 查帐
- 验资
- 盈利预测
- 财务咨询
- 会计服务



律师事务所的职能

- 理顺企业股份制改造的法律关系
- 协助发行人处理股票发行与上市的各类法律问题
- 起草法律文件
- 对股票发行与上市的相关文件进行法律把关
- 提供法律咨询



投资银行的职能

■ 法定责任

- 保荐机构：承担尽职推荐及持续督导的保荐责任
- 主承销商：负责股票询价、定价、发行，履行承销责任
- 辅导机构：协助企业建立规范的公司治理及当地监管部门沟通

■ 总协调

- 协调中介机构
- 规范企业：发现问题、解决问题
- 发现企业价值：协助编写“投资故事”



股票发行与上市辅导

- 股票发行与上市辅导是指有关机构对拟发行股票并上市的股份有限公司进行的规范化培训、辅导与监督。
- 发行与上市**辅导机构由符合条件的投行担任，原则上应当与代理该公司发行股票的主承销商为同一证券经营机构。**



辅导的时间

- 辅导期自公司与投行签订证券承销协议和辅导协议起，至公司股票上市后一年止。
- 辅导期包括承销过程的辅导和上市后的持续辅导。



承销过程辅导

- 对公司发起人的高级管理人员和拟担任公司高级管理职务的人员进行培训。
- 协助公司**进行资产重组，界定产权关系。**
- 协助公司按照公司法制定公司章程，建立规范的组织机构。
- 协助公司**进行帐务调整**，执行股份制企业会计制度。
- 协助公司**制定筹措资金的使用计划。**
- 协调各中介机构，承制规范的股票发行申报材料及其他相关辅导内容工作。



上市持续辅导阶段的内容

- 督促公司严格执行公司法、公司章程，保证股东大会、董事会、监事会等依法履行职责。
- 严格按照上市公司信息披露的要求披露信息按发行募集计划合理运用资金。
- 制定规范的财务管理制度，严格执行国家财务管理法规。按照上市公司利润分配的有关规定分配股利，编制财务报告。
- 完善内部监督机制，建立内部控制制度。
- 切实保护中小股东的利益。
- 制定董事、监事及高级管理人员切实履行诚信义务的办法，严格按照法规有关上市公司的股票交易规定运作。



5、尽职调查

- 尽职调查是指中介机构（包括投资银行、律师事务所和会计师事务所等）以本行业公认的业务标准和道德规范，对股票发行人及市场的有关情况及有关文件的真实性、准确性、完整性进行的核查、验证等专业调查。
 - 发行人
 - 市场
 - 产业政策



为什么需要尽职调查

技术原因

- 更深入地了解公司
- 准备财务模型及估值
- 构思促销故事

■ 程序原因

- 撰写信息披露和市场营销方面十分出色的招股说明书
- 出具法律意见的需要
- 审计财务数据的需要
- 估值

■ 本质原因

- 确保全面、准确、无误导性的信息披露
- 保护承销商不会承担潜在法律责任



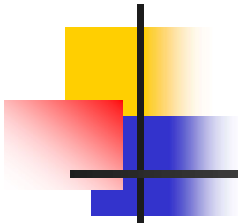
尽职调查的内容

- 对发行人的调查
- 对市场的调查
 - 投资人情绪与风险规避程度、对行业的偏好
- 对产业政策的调查
 - 了解国家有关发行人的主营业务的产业政策



对发行人的调查（一）

- 收集资料：
 - 企业近三年来的财务报表
 - 历年的股东大会和董事会决议
 - 公司章程和历次变更过的营业执照、产权证书
 - 主要股东资料
 - 行业分析资料
 - 企业中长期发展计划
 - 企业风险与对策



对发行人的调查（二）

- 公司组织结构的调查
- 企业股份制改造的背景调查
- 发行人的财务调查
- 发行人募集资金投向调查
- 发行人市场地位调查



尽职调查的三个维度

- 法律尽职调查
- 业务尽职调查
- 财务尽职调查



法律尽职调查

■ 目标

- 在招股说明书上正确描述公司的情况
- 确保对股权没有竞争利益

■ 参与者

- 主承销商
- 发行人和承销商的法律顾问
- 公司的内部法律人员/管理层
- 行业监管机构（如有需要）

■ 实施

- 公司为法律顾问成立资料室以便审阅文件



业务尽职调查

- 目标

- 对公司及其业务有深入认识

- 参与者

- 公司高级管理层和部门主管
 - 法律顾问
 - 主承销商
 - 审计师

- 实施

- 与公司高级管理层和部门主管进行会议和讨论
 - 实地拜访有关各方
 - 整理、分析运营数据



财务尽职调查

- 目标
 - 全面审计公司的财务状况
 - 审计师和保荐人确认盈利预测和营运资本预测
 - 审计师签发有关文件
- 参与者
 - 公司高级管理层和财务小组
 - 主承销商
 - 审计师
- 实施
 - 与公司高级管理层和财务小组进行会议和讨论
 - 分析财务数据



企业在上市前应达到的基本要求

- **1、主体资格要求**
- **2、财务指标要求**
- **3、企业持续盈利能力要求**
- **4、独立性要求**
- **5、规范运作要求**
- **6、募集资金运用要求**
- **7、税务的要求**
- **8、环保的要求**



主体资格要求

- 股份公司合法设立持续经营时间三年以上，最近三年经营业绩可以连续计算。
- 最近三年主营业务和公司董事、高级管理人员未发生重大变化。
- 最近三年实际控制人未发生变更。
- 发行人注册资本已缴足，主要资产不存在重大权属纠纷。
- 发行人的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策。
- 发行人股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在权属纠纷或重大不确定性。



企业持续盈利能力要求

- 行业处于增长期，前景良好，未来不存在重大不利因素。
- 具有核心竞争力：在细分行业排名靠前，盈利模式可持续，技术先进，产品竞争力强。
- 营业收入和利润呈增长趋势，毛利率呈稳定或上升的趋势，不存在对关联方或具有重大不确定性客户的重大依赖，不存在最近一个会计年度净利润来自于投资收益的情况。
- 公司对业务所依赖的关键要素或资源有把握能力，包括但不限于商标、专利、专有技术以及特许经营权等资产或技术。
- 对以技术主导或市场主导的公司，须注重研发或市场营销方面的投入。



独立性要求

- 公司独立性是股票公开发行的最基本条件，是影响企业持续盈利能力最核心因素。
 - 业务独立、资产完整、人员独立、财务独立、机构独立
- 独立性欠缺的表现：
 - 对内独立性不够，这是由于改制不彻底造成的，表现为对主要股东的依赖或日常经营管理完全受制于控股股东，双方存在大量的关联交易。
 - 对外独立性不够，这是由公司的实力决定的，**表现为在技术或业务上对其它公司的依赖，对单一客户或供应商的依赖。**



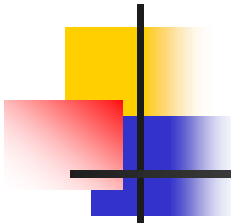
IPO被否，大客户依赖或是致命伤

- **2018年7月17日**，在证监会发审委最近的两次首发审核工作会议上，**申昊科技和凯金新能源两家拟上市公司的IPO申请双双被否**，其它三家公司成功过会。从发审委在过会时向两家公司询问的主要问题分析，**主营业务严重依赖单一大客户可能是两家公司折戟沉沙的主要原因**。这一点应该引起投行界的足够重视。
- 凯金新能源依赖的是新能源电池独角兽宁德时代，而申昊科技则比较依赖国网浙江。



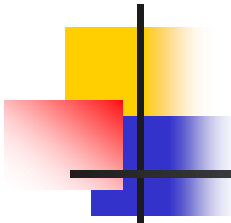
安达科技调整上市计划终止**IPO**申请

- 2018年7月30日，安达科技发布公告称，经审慎研究，该公司决定调整上市计划，暂缓上市进程，**终止公司首发上市的申请并撤回向证监会递交的申请文件。**
- 锂电池产业在补贴退坡、产能过剩和市场竞争加剧等多重压力之下，导致包括材料、电池、设备等领域的锂电企业普遍出现了营收净利及毛利率下滑、严重依赖大客户、应收账款高、企业现金流持续为负等经营困难。
- 安达科技2018年上半年前5大客户的销售额占总营业收入比例为96.06%



珠海银隆：急速扩充导致公司危机爆发 自行辅导终止

- 2018年5月30日，广东证监局披露的最新一期广东辖区已报备拟上市公司辅导工作进度表显示，**珠海银隆的进度栏已变更为“辅导终止”**。
- 2018年初，珠海银隆被曝拖欠供应商**12亿元**货款从而被各路供应商上门追讨，紧接着又被曝公司在邯郸武安的汽车产业园出现大面积停工、员工离职；成都银隆工业园连续几个月处于半停工状态；**500多辆**新能源汽车积压在天津工业园区以及新能源客车订单大幅下滑等负面消息。珠海银隆从此前的野心勃勃，斥资数百亿在全国各地建厂扩产一下子陷入了资金链紧张、厂房施工被查封、电池厂大规模减产裁员等发展困境。



珠海赛纬：客户身份存疑及销售收入问题被否

- 证监会官网公布了关于创业板发审委2017年第71次、72次会议的审核结果，珠海赛纬IPO未通过。发审委表示，珠海赛纬IPO被否主要原因有单一大客户依赖、客户兼任供应商、收入确认有问题等。
- 例如，**沃特玛既是发行人第一大客户又是第一大供应商**。2015年至2017年1-6月，珠海赛纬对第一大客户沃特玛的销售收入占公司营业总收入的比例分别为11.63%、45.93%和47.46%；2017年1-6月珠海赛纬向沃特玛的采购金额达到6379.48万元，沃特玛成为发行人的第一大供应商，占比达到47.98%。



规范运作要求

- 已建立了健全的**股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度**，相关机构和人员能够依法履行职责。
- 董事、监事、高级管理人员已经了解与股票发行上市有关的法律法规，知悉上市公司及其董事、监事、高级管理人员的法定义务和责任。
- **内部控制制度**健全且被有效执行，能够合理**保证财务报告的可靠性、生产经营的合法性**、营运的效率与效果。
- 发行人有严格的资金管理制度，不得有实际控制人及其控制的其它企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其它方式占用的情形。



募集资金运用要求

- 合理性：募集资金总额应与企业未来发展、资本性支出及企业的管理能力相匹配。
- 相关性：募集资金**应有明确的使用方向**，原则上必须用于主营业务。
- 合法性：募集资金**投资项目应当符合国家产业政策、投资管理、环境保护、土地管理以及其它法律、法规和规章的规定**。
- 可行性：募集资金项目应拥有较为充分的技术准备、市场空间，其未来盈利不存在重大风险。



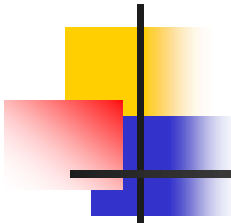
税务的要求

- 最近**3**年无受到税务机关的行政处罚且情节严重的情况发生。
- 执行的税率、税种应合法合规。
- 税务优惠政策符合国家法律法规的规定。
- 经营成果对税收优惠政策不存在严重依赖。



环保的要求

- 符合环保的相关法规
- 获得相关环保部门的批准
 - 重污染行业：冶金、化工、石化、煤炭、火电、建材、造纸、酿造、制药、发酵、纺织、制革和采矿业。



腾远钴业：业绩波动和关联交易问题被否

- 腾远钴业主要从事钴、铜产品的研发、生产与销售，核心产品为氯化钴、硫酸钴等钴盐以及四氧化三钴等钴氧化物，**公司主要客户**有格林美、**厦门钨业**、**寒锐钴业**及江钨新材等。
- **腾远钴业存在未取得《危险化学品登记证》和《安全生产许可证》而从事生产、储存和销售氯化钴和硫酸钴产品的行为，以及未取得环境影响评价审批即进行项目建设的行为。**
- 发审委表示寒锐钴业主要存在无证经营、安全生产资格缺失、业绩波动较大、盈利可持续性存疑、关联交易较多、财务报表存在差异以及收入确认时点提前等问题。
- **腾远钴业扣除非经常性损益后净利润波动较大，且与收入增长变动存在较大差异。同时与持股15%的第三大股东厦门钨业存在双向的关联交易。**



6、编制募股文件与申请股票发行

- **招股说明书**
- **招股说明书概要**
- **资产评估报告**
- **审计报告**
- **盈利预测审核报告**
- **发行人法律意见与律师工作报告**
- **验证笔录**
- **辅导报告**



招股说明书的特殊意义

- 特殊的产品说明书
- 强制性、严肃性、唯一性、准确性、完整性
- 以强制性信息披露为核心
- 是发行人对投资者的正式宣言和郑重承诺，是体现管理层风格的窗口。
- 是相关中介机构的声明和承诺，是体现中介机构执业水准和职业精神的窗口。



首次公开发行股票申请文件的制作

- 申请文件的主要章节
 - 第一章 招股说明书及发行公告
 - 第二章 保荐机构推荐文件
 - 第三章 发行人律师的意见
 - 第四章 发行申请及授权文件
 - 第五章 募集资金运用的有关文件
 - 第六章 股份有限公司的设立文件及章程
 - 第七章 发行方案及发行定价分析报告（上会前提供）
 - 第八章 其他相关文件
 - 第九章 定募公司需提供的文件



中国证监会指定信息披露的报刊或网站主要有哪些？

■ 指定信息披露

- 报纸：《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》、《金融时报》、《中国改革报》、《证券日报》、《经济日报》
- 期刊：《证券市场周刊》
- 网站：上海证券交易所 (www.sse.com.cn)、巨潮网(<http://www.cninfo.com.cn>)(深交所指定网站)



首次公开发行股票申请文件的制作

■ 招股说明书的基本要求

- 招股说明书引用的经审计的最近一期财务会计资料在财务报告截止日后六个月内有效。
- 招股说明书的有效期为六个月，自下发核准通知前招股说明书最后一次签署之日起计算。
- 补充披露：（**1**）报送申请文件后公开披露前 （**2**）核准后（**3**）公开披露后至刊登上市公告前。
- 在首页做“特别风险提示”。
- 引用的数据应提供资料来源。
- 文字应简洁、通俗、平实和明确，不得刊载任何祝贺性、广告性和恭维性的词句。



招股说明书的主要章节

- 第一节 封面、书脊、扉页、目录、释义
- 第二节 概览
- 第三节 本次发行概况
- 第四节 风险因素
- 第五节 发行人基本情况
- 第六节 业务和技术
- 第七节 同业竞争和关联交易
- 第八节 董事、监事、高级管理人员与核心技术人员
- 第九节 公司治理结构
- 第十节 财务会计信息
- 第十一节 业务发展目标
- 第十二节 募股资金运用
- 第十三节 发行定价及股利分配政策
- 第十四节 其他重要事项
- 第十五节 董事及有关中介机构声明
- 第十六节 附录和备查文件



审核内容

- 发行条件审核。
- 公司发行股票申报材料完备性的审核。
- 文件内容的审核。
- 其他方面的审核。



审核重点

- 产业政策
- 资本形成过程（民营企业）
- 持续经营能力（盈利模式、以前年度、未来经营能力）
- 纳税
- 环保
- 土地