

主动退市：上市后的“第二次选择”

——A 股制度研究系列

研究结论

- 从美股并购退市和港股众多低估值私有化退市的经验来看，主动退市是成熟市场的常态：当上市地位不再具备稀缺性时，退市和上市变得一样重要。同时，兼并、私有化也是二级市场实现资源优化再配置的重要渠道。

大股东角度来看，主动退市给了公司上市之后的“第二次选择”：特别是对于小市值公司来说，再融资难度的增加，以及二级市场投资交易活跃度的下降，都使得主动退市成为大股东可以考虑的选择之一。

投资者角度来看，主动退市和股票回购、要约收购、二级市场举牌等存在一定的相似性：通过上市公司以及大股东的行为来向市场传递公司价值低估的信号，对于投资者来说，是一种挖掘价值被低估公司的手段。

- 主动退市将是 A 股的必经之路：

一、注册制的推行使得上市身份不再稀缺，主动退市或成为市场实现良性投融资循环的必经之路。

二、实际来看，今年 A 股小市值公司二级市场再融资规模不断缩小，再融资难度增大。虽然当前 20 亿市值以下公司数量达到新高 394 家，占比为 10%，但是 20 亿以下市值公司获得再融资数量占比，却仅为 2%。

三、行业集中度的提升，会使得行业龙头公司规模效应不断提升，“小而美”的公司容易成为大公司的收购目标。截至 6 月 10 日，A 股上市公司总数已接近 3900 家，其中市值小于 20 亿的已达到 394 家，也就是说有 10% 的 A 股公司已经成为“尾部公司”，这些小市值公司中有 ST 公司，也有上市已经超过 20 年的“老面孔”，同样有上市时间不足 5 年的新公司，这些新公司中存在“小而美”的好公司，未来或许会成为大公司的收购目标。

四、另一方面，随着国企改革的深入推进，国有企业上市公司资源整合有望加速。根据我们统计，截至 6 月 10 日，目前 1114 家 A 股国企上市公司中，有 38% 的国企市值不足 50 亿元，共有 419 家公司，主要分布在工业、材料、可选消费领域，这些国有上市平台存在巨大的整合潜能。

- 主动退市浪潮中，如何把握投资机遇？

一、小而美的细分行业领先者。中国经济结构转型过程中的科技、制造业细分行业小市值龙头可以重点关注。

二、低估值的实体行业国有企业。随着国有企业的整合、改革不断深化，以及在新兴行业领域的不断布局，国企二级市场的价值有望实现重估和回归，重点关注工业制造业、材料以及可选消费（商贸零售）等几个方向。

三、强者愈强、强强联合的大行业龙头。当今信息技术、医疗保健、大消费、大制造的龙头，已经抢占先机，实现行业地位的跃升和话语权的掌握。这些行业的大市值龙头有望持续享受制度和经济结构深化调整带来的机遇和新红利，重点关注消费、医药和制造龙头的龙头。

风险提示

- 1、资本市场制度改革推进不及预期，带来相关板块超预期的估值调整
- 2、宏观经济下行超预期，带来制度改革推进低于预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020 年 06 月 12 日

证券分析师

蒋晨龙

021-63325888*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

证券分析师

薛俊

021-63325888*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

相关报告

上证指数编制调整和 T+0 交易制度会带来哪些投资机会？ 2020-06-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

主动退市：上市后的“第二次选择”	4
美股和港股主动退市的经验启示.....	5
美股：并购类的主动退市占比更高	5
中概股从美主动退市：私有化退市的历史和二次上市的当下	7
港股：2020 年私有化浪潮再起.....	8
总结：主动退市是实现二级市场资源优化配置的重要手段	10
A 股主动退市历史回顾：国企整合退市是主旋律	10
主动退市——A 股未来的必经之路	11
主动退市浪潮中，如何把握投资机遇？	13
小而美的细分行业领先者	13
低估值的实体行业国有企业	13
强者愈强、强强联合的大行业龙头	13
风险提示	13

图表目录

图 1: 美股退市分类占比, %.....	6
图 2: 恒生指数的 PE-Band	9
图 3: 当前市值 20 亿以下上市公司的上市年份分布	12
图 4: A 股国企上市公司的行业分布 (剔除金融)	12
图 5: A 股小市值公司再融资困难	12
表 1: 主动和被动退市区分	4
表 2: 各类股东/大资金二级市场行为	4
表 3: 美股退市和存续公司占比情况, %	6
表 4: 并购退市原因的详细分类	6
表 5: 港交所和纳斯达克上市规则修订	7
表 6: 2014-2016 年发起私有化的中概股及后续	8
表 7: 2020 年港股私有化整理	9
表 8: A 股上市公司主动退市的途径和方式	10
表 9: A 股主动退市原因整理	11

主动退市：上市后的“第二次选择”

从投融资角度来看，退市制度是二级市场制度最重要的组成部分之一，是实现资本市场投融资功能良性循环必不可少的环节。从监管角度来看，退市，特别是强制性退市制度也是实现上市公司监管、投资者保护的重要手段。

按照动机来看，退市可以分为主动和被动两类。被动退市往往是上市公司难以符合最基本的上市存续要求，而被要求强制退市。而主动退市则是基于公司自身主动需求，例如私有化、并购等。根据证监会定义：

“上市公司主动退市是指，上市公司基于实现发展战略、维护合理估值、稳定控制权、充分利用证券交易所的比较优势以及成本效益等方面的考虑，认为不再需要继续维持上市地位，或者继续维持上市地位不再有利于公司发展，可以依据《证券法》和证券交易所规则，主动向证券交易所申请其股票终止上市交易。主动退市的核心是基于上市公司意思自治，充分尊重并保护市场主体基于意思自治作出的退市决定。”

两者区别如下表所示：

表 1：主动和被动退市区分

分类	特点	对二级市场股价影响	投资者回报
主动退市	1、大股东认为股价和市值被低估 2、二级市场上市的融资功能丧失 3、并购或者邀约收购 4、集团战略调整	股价往退市收购价靠拢	具备一定回报率
被动退市	1、无法满足持续经营要求 2、发生重大合规合法问题 3、二级市场价格持续低于最低价标准	股价持续下跌	博弈和炒作回报

数据来源：上海证券交易所，东方证券研究所

我们认为，主动退市和股票回购、要约收购、二级市场举牌等存在一定的相似性：通过上市公司以及大股东的行为来向市场传递公司价值低估的信号，对于投资者来说，是一种挖掘价值被低估公司的手段。

另一方面，主动退市给了公司上市之后的“第二次选择”：特别是对于小市值公司来说，再融资难度的增加，以及二级市场投资交易活跃度的下降，都使得主动退市成为一个可以考虑的选择之一。

表 2：各类股东/大资金二级市场行为

股东/资金行为	目的	特点
主动退市	大股东私有化上市公司，上市公司不再具有二级市场交易资格	上市公司退市，不再交易
回购股票	市值管理类回购：维护二级市场股价	均价回购，一般有回购上限，提高 ROE 和 EPS，维护二级市场股价

要约收购	通过公开向全体股东发出要约，达到控制目标公司的目的（仍在二级市场交易）	保留二级市场交易，股东可以不参与大股东的要约收购
举牌	看好上市公司价值，通过二级市场买入持有市场公司 5%以上股权	大部分不以获得上市公司控股权为目的，财务投资者居多
分红再投资	长期看好公司价值	大股东进行分红再投资，看好公司长期价值

数据来源：Wind，东方证券研究所

美股和港股主动退市的经验启示

美股：并购类的主动退市占比更高

根据上交所的数据，美股市场是全球股票市值规模最大的资本市场，同时也是全球退市规模最大的资本市场。在 1980 年到 2017 年这近四十年的时间里，美股上市公司数量累计达到 26505 家，退市公司达到 14183 家，退市公司数量占到全部上市公司的 54%，其中，纽交所退市 3752 家，纳斯达克退市 10431 家；剔除 6898 家存续状态不明的公司后，退市公司数量占到剩余 19607 家上市公司的 72%

强制退市方面，纳斯达克与纽交所的退市流程清晰完善，一方面给予上市公司申诉权利，另一方面配套的投资者保护制度完备成熟。具体来看：

一、退市标准多元化。美股的退市标准均包括定量标准与定性标准，其中定量标准分为股东数量、净利润等多套标准，这赋予了交易所较大的裁量权和灵活性，可以多方面地保证上市公司质量与维护投资者权益。

二、退市流程清晰完善，且给予上市公司申诉权利。在退市流程里，纳斯达克还会给予退市公司宽限期，以对违反规则的行为进行整改，最大限度地维护了公司的上市资格。

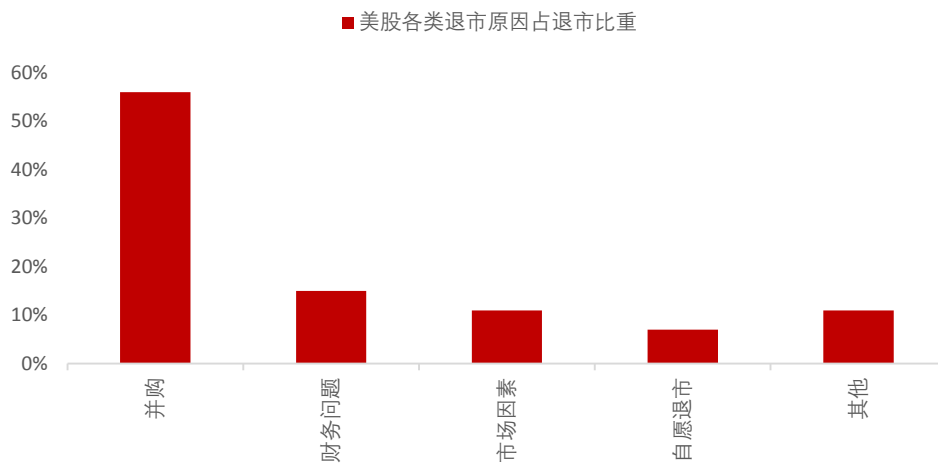
三、配套的投资者保护制度完备成熟。美国的集体诉讼制度和强有力地维护了投资者权益。

主动退市方面，根据上交所的数据，纽交所的退市公司中，约 2/3 为主动退市，约 1/3 是强制退市。在纳斯达克的退市公司中，主动退市与强制退市约各占一半。主动退市方面，又可以分为并购退市和其他自愿退市，其中并购退市占到所有退市比重的 56% 左右（截至 2017 年数据，并购以现金并购为主），之所以并购退市大规模在美股存在，有几个原因：

一、美股上市相对容易，众多小市值公司上市后 3-4 年就容易成为大公司的并购对象。

二、美股龙头效应非常强，小公司二级市场再融资较为困难。对于小市值公司的实控人和股东来说，被收购往往意味着溢价和获利退出，不是坏事。

三、强强联合同样成为美股的重要特征，历史上杜邦和陶氏合并、安华高科技收购博通、戴尔收购 EMC，同样铸就了一批行业巨无霸，另一方面也使得有相当一部分大市值公司退市。

图 1：美股退市分类占比，%


数据来源：WRDS，上交所，东方证券研究所

表 3：美股退市和存续公司占比情况，%

	分类	NYSE	NASDAQ	整体
已经退市的公司	被合并	41%	41%	41%
	自愿退市	1%	7%	5%
	证券变更	5%	2%	3%
	财务问题	5%	13%	11%
	市场因素	2%	10%	8%
	破产清算	5%	4%	4%
	其他情况	1%	1%	1%
	合计	60%	78%	72%
持续上市阶段的公司		40%	22%	28%
公司总数（100%）		6235	13372	19607

数据来源：WRDS，上交所，东方证券研究所

表 4：并购退市原因的详细分类

退市原因	对价方式	公司数量	占比
被并购	仅现金	4048	51%
	仅上市公司股份	2992	38%
	包含上市公司股份的混合方式	775	10%
	其他方式	155	2%
	合计	7970	100%

数据来源：WRDS，上交所，东方证券研究所

中概股从美主动退市：私有化退市的历史和二次上市的当下

近期，网易、京东等优质中概股已赴港二次上市。相比之下，上一轮（2014-2016 年期间）中概股则选择私有化退市，部分公司在从美股艰难私有化退市之后，选择在 A 股等地再次上市。通过这两轮中概股退市和二次上市的对比，可以发现：

一、这一轮“二次上市”回归港股的原因和条件包括：

（1）港交所为赴港“二次上市”开制度绿灯。其中包括针对赴港二次上市的公司，具体又做了如下规定：可保留现行 VIE 结构及不同投票权架构，但需符合以下要求：1）市值大于 400 亿港元；或市值大于 100 亿港元且最近 1 个财年盈利不少于 10 亿港元；2）2017 年 12 月 15 日前在资质合格交易所上市。

根据港交所数据显示，自上市新规实施以来，84 家新经济公司（包括医疗健康及生物科技公司）已在香港上市，共募集 3,023 亿港元，占同期香港整个新股市场总融资额的 50.8%。

（2）美股《外国公司问责法案》通过，且纳斯达克等交易所可能收紧外国公司上市标准是导火索。首先，美国参议院通过《外国公司问责法案》，指出如果 PCAOB 连续 3 年无法对已在美上市的中国公司的会计师事务所进行检查，美方也将禁止其股票交易。其次，纳斯达克向美国证交会提交上市规则修订，对部分国家公司的上市标准收紧。具体修订包含了三个方面，一是基于公司的审计质量、审计机构资格，纳斯达克提出新的上市要求；二是对特定区域公司，纳斯达克提出新的上市要求；三是对特定公司管理层，纳斯达克提出新的特定要求。

表 5：港交所和纳斯达克上市规则修订

交易所	修订法案	修订时间	主要内容
港交所	《主板上市规则》	2018 年 4 月	新增了三类公司上市 一是，尚未盈利的生物科技公司。二是，不同投票权架构（WVR）公司，且符合特定要求。三是，以大中华为业务重心的公司在港股实现第二上市。
纳斯达克	向 SEC 提议收紧上市要求	2020 年 5 月 18 日	具体修订包含了三个方面，一是基于公司的审计质量、审计机构资格，纳斯达克提出新的上市要求；二是对特定区域公司，纳斯达克提出新的上市要求；三是对特定公司管理层，纳斯达克提出新的特定要求。

数据来源：Nasdaq 官网、港交所官网、东方证券研究所

二、私有化退市难度的确太大，不适用于行业巨无霸。我们统计了 2014-2016 年主要的私有化退市中概股，可以发现这些公司和当前二次上市回归港股的中概股相比，差了一个档次。此外，私有化的流程较为复杂，很容易因为资金等各方面原因中途夭折，比如陌陌，或者变成“持久战”，比如聚美优品。

私有化退市流程上来看，可以分为一步式合并、两步式合并、短式两步合并、长式两步合并以及缩股等 5 种方法。如果私有化之后想要进一步在 A 股上市，更是要经历拆 VIE 架构和国内上市或挂牌新三板或借壳上市等流程。

表 6：2014-2016 年发起私有化的中概股及后续

名称	代码	私有化价格	发行价	私有化价格与发行价差	私有化情况
优酷土豆	YOKU	27.6	47	-41.3%	被阿里 45 亿美元收购
如家快捷	HMIN	35.8	22	62.7%	作价 110 亿并入首旅
聚美优品	JMEI	20	22	-9.1%	最终于 2020 年达成私有化协议
智联招聘	ZPIN	18.2	14	30.0%	17 年 9 月最终宣布私有化
酷 6	kvtv	1.08	借壳上市	16 年 4 月达成私有化
爱康国宾	kang	20.6	14	47.1%	2019 年 1 月私有化完成
艺龙	long	18	13.5	33.3%	16 年 2 月达成私有化
当当	dang	6.7	16	-58.1%	16 年 9 月完成私有化
YY	YY	68.5	10.5	552.4%	目前仍未完成私有化
世纪佳缘	date	7.56	11	-31.3%	与百合签署合作协议
360	qihu	77	14.5	431.0%	15 年 12 月完成私有化
陌陌	momo	18.9	13.5	40.0%	已停止，未完成
中手游	game	22	24	-8.3%	15 年 7 月完成私有化
完美世界	pwrld	20.2	25	-19.2%	15 年 7 月完成私有化
盛大游戏	GAME	7.1	12.5	-43.2%	15 年完成退市，已 A 股借壳上市
淘米	taom	3.77	9	-58.1%	15 年 12 月达成私有化
乐逗游戏	dsky	14	15	-6.7%	15 年 12 月达成私有化
世纪互联	vnet	23	15	53.3%	已停止，未完成
人人	renn	4.2	14	-70.0%	已停止，未完成
航美	amcn	6	15	-60.0%	15 年 9 月达成私有化
久邦数码	gomo	4.9	11.22	-56.3%	15 年 11 月达成私有化
易居	ej	6.85	12	-42.9%	2016 年完成私有化
空中网	kz	7.55	10	-24.5%	2017 年完成私有化

数据来源：腾讯网、纳斯达克交易所、东方证券研究所

三、“N+H”是目前中概股回归的首选，“N+A”依然存在较多的制度门槛。二次上市选择港股主要的原因在于：（1）港股和美股可以跨市场流通，门槛低，耗时短，操作便利，而且双方法律制度可以互认。（2）港股是一个相对成熟的市场，特别是对于互联网企业来说，港股和美股双方的估值体系较为一致。

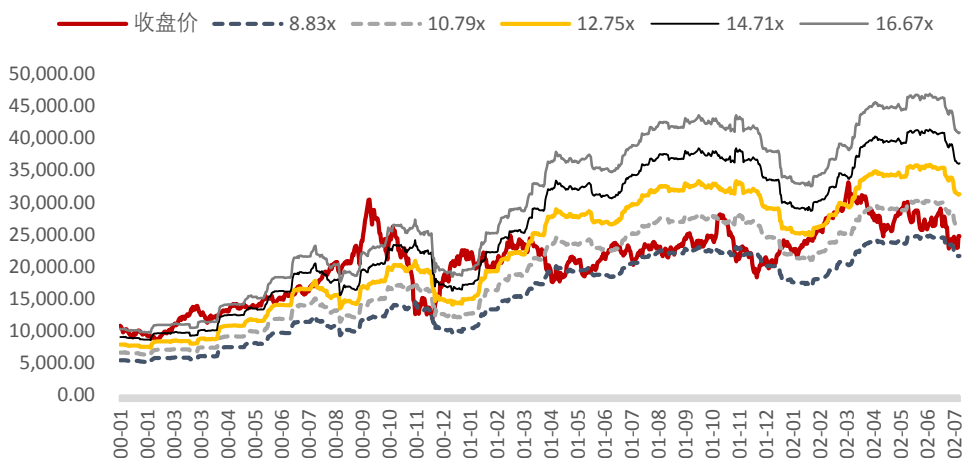
当然，A 股监管方面也在逐步放开国内上市的限制。4 月 30 日，证监会公布《关于试点红筹企业在境内上市相关安排》，调整了已境外上市红筹企业在境内股票市场上市的市值要求，以助力符合要求的海外中概股回归 A 股市场。

港股：2020 年私有化浪潮再起

根据我们统计，截至 6 月 8 日，已发布私有化公告的港股上市公司多达接近 30 家；之所以今年港股私有化浪潮再起，主要原因为：

一、恒生指数今年不断触及历史估值低点，很多公司二级市场股价低估，上市的融资和再融资功能已失去。恒生指数目前的市盈率 TTM 为 10 倍左右，今年的低点更是触及 8.8 倍市盈率的历史低点。今年发布私有化公告的港股公司市净率中位数为 0.8 倍。

图 2：恒生指数的 PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

二、资产重组以及资产整合需要，公司可能要重新规划上市产业的布局。包括许多国有企业在内，随着国有企业改革的加速，私有化二级市场的上市公司是重新整合资产的需要。因此，大股东控股比例较高的、公司市值被低估的和以具有国资背景为代表的港股上市公司往往具有较大的内在动力进行私有化（注意：这里的国企私有化是相对于二级市场公开交易而言，并非国企变为私人控股企业）。

表 7：2020 年港股私有化整理

股票代码	股票简称	私有化首次公告日	私有化事件进度	私有化支付方式	私有化类型	复牌当日涨跌幅	PE-TTM	PB
00422.HK	越南制造加工出口	2020/6/5	进行中	现金	协议私有化	151.46%	-2.98	0.78
00469.HK	凯普松国际	2020/6/5	进行中	现金	协议私有化	70.15%	4.73	0.60
00816.HK	华电福新	2020/6/1	进行中	现金	被吸收合并私有化	60.26%	10.01	0.53
00905.HK	环球大通投资	2020/5/25	完成	现金	要约收购	-15.09%	-0.69	0.21
00244.HK	先施	2020/5/15	进行中	现金	要约收购	7.14%	-3.39	3.50
00592.HK	堡狮龙	2020/5/15	进行中	现金	要约收购	98.80%	-3.25	0.96
08221.HK	PF Group	2020/5/7	进行中	现金	要约收购	79.55%	136.11	/
00221.HK	易易壹金融	2020/5/5	完成	股权	要约收购	-7.81%	16.40	/
00733.HK	合富辉煌	2020/4/28	进行中	现金	要约收购	14.29%	2.09	0.31
00056.HK	联合地产（香港）	2020/4/20	进行中	现金	协议私有化	34.81%	4.47	0.33
00859.HK	中昌国际投资	2020/4/3	完成	现金	要约收购	7.84%	-5.93	0.28
01151.HK	依利安达	2020/4/3	进行中	现金	要约收购	64.73%	13.89	1.00

00100.HK	白马户外媒体	2020/3/31	进行中	现金	要约收购	37.06%	-39.78	1.57
00494.HK	利丰	2020/3/20	完成	现金	要约收购	88.00%	81.18	1.08
08079.HK	易还财务投资	2020/3/15	失败	现金	要约收购	-23.75%	-1.13	/
00020.HK	会德丰	2020/2/27	进行中	现金	协议私有化	40.58%	13.94	0.48
01125.HK	丽丰控股	2020/2/21	完成	现金	要约收购	/	18.81	0.19
00653.HK	卓悦控股	2020/2/17	完成	现金	要约收购	13.71%	-2.97	0.88
01850.HK	海鑫集团	2020/2/11	完成	现金	要约收购	14.29%	17.67	/
01460.HK	杨科集团	2020/2/3	失败	现金	要约收购	30.00%	8.33	/
08105.HK	皇崑	2020/1/29	进行中	现金	要约收购	/	-1002.7	2.95
00776.HK	帝国集团环球控股	2020/1/24	完成	现金	要约收购	/	-9.88	41.40
00908.HK	珠海控股投资	2020/1/22	完成	现金	要约收购	0.83%	22.40	0.92
01709.HK	德林控股	2020/1/21	完成	现金	要约收购	2.94%	-37.02	/
01035.HK	BBi 生命科学	2020/1/14	完成	现金	协议私有化	10.30%	19.89	2.04
00058.HK	新威国际	2020/1/8	失败	现金	要约收购	65.00%	-0.28	0.45
00595.HK	先思行	2020/1/8	完成	现金	要约收购	17.74%	5.11	/

数据来源: Wind, 东方证券研究所

总结：主动退市是实现二级市场资源优化配置的重要手段

一、从美股并购退市和港股众多低估值私有化退市的经验来看，主动退市是成熟市场的常态：当上市地位不再具备稀缺性时，退市和上市变得一样重要。同时，兼并、私有化也是二级市场实现资源优化再配置的重要渠道。

二、另一方面，如我们在第一部分中所讲的，主动退市制度的存在可以让小而美的、价值被低估的公司重新被市场所认知，是对二级市场价值发现功能的重要补充。

A 股主动退市历史回顾：国企整合退市是主旋律

首先，从制度上来看，A 股主动退市制度已经建立，上市公司出于商业原则和自身发展需要，可以通过七种途径申请主动退市。

表 8：A 股上市公司主动退市的途径和方式

序号	A 股上市公司主动退市的途径和方式
1	上市公司股东大会决议主动撤回其股票在本所上市交易、并决定不再在交易所交易；
2	上市公司股东大会决议主动撤回其股票在本所上市交易，并转而申请在其他交易场所交易或转让；
3	上市公司股东大会决议解散；
4	上市公司因新设合并或者吸收合并，不再具有独立主体资格并被注销；
5	上市公司以终止公司股票上市为目的向公司所有股东发出回购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件；

6	上市公司股东以终止公司股票上市为目的，向公司所有其他股东发出收购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件；
7	上市公司股东以外的其他收购人以终止公司股票上市为目的，向公司所有股东发出收购全部股份或者部分股份的要约，导致公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件。

数据来源：中国证监会，东方证券研究所

其次，实际来看，A股也出现过主动退市的案例，根据我们统计，历史上共有 44 家公司通过吸收合并和私有化的方式退市。其中私有化 9 家，吸收合并 35 家。具体来看：

一、主动退市行业主要分布于化工、钢铁、交运采掘等传统周期行业以及医药行业。

二、主动退市公司数量较多的年份主要为 2006 年、2009 年以及 2015 年，最近两年的主动退市案例较少。

三、主动退市以国企为主：44 家主动退市的企业中，地方和中央国企多达 38 家。国企整合退市主要原因在于国企改革，以及对于同一行业企业合并以及资源优化、减少竞争和过剩产能的需求。例如南北车合并、宝钢武钢合并、2006 年的中石化私有化等。民企来看，主动退市案例并不多，较为著名的是美的集团吸收合并小天鹅 A，是典型的同行业不同公司横向并购案例。

表 9：A 股主动退市原因整理

主动退市原因	代表公司
消解过剩产能	武钢股份和宝钢股份合并
消除同业竞争，整合产业链	南北车合并、中石化 2006 年吸收合并齐鲁石化、扬子石化等上市公司
整体上市，整合资源	百联股份、白云山 A、盐湖集团
横向并购，做大做强	美的集团并购小天鹅 A

数据来源：Wind，东方证券研究所

那么，未来是否会有更多国企整合主动退市？或者说，民企和其他性质企业的主动退市是否会积极涌现？我们的答案是肯定的。

主动退市——A 股未来的必经之路

总结来看，通过梳理 A 股的实际情况，以及总结美股以及港股的经验，我们认为：

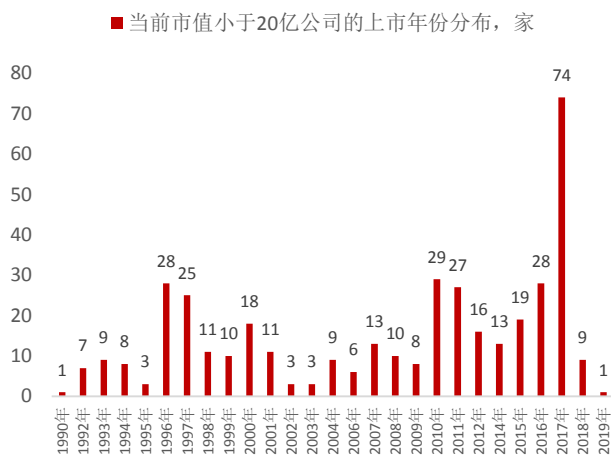
一、注册制的推行使得上市身份不再稀缺，主动退市或成为市场实现良性投融资循环的必经之路。

二、实际来看，今年 A 股小市值公司二级市场再融资规模不断缩小，再融资难度增加。虽然当前 20 亿市值以下公司数量达到新高 394 家，占比为 10%，但是 20 亿以下市值公司获得再融资数量占比，却仅为 2%。

三、行业集中度的提升，会使得行业龙头公司规模效应不断提升，“小而美”的公司容易成为大公司的收购目标。截至 6 月 10 日，A 股上市公司总数已接近 3900 家，其中市值小于 20 亿的已达到 394 家，也就是说有 10% 的 A 股公司已经成为“尾部公司”，这些小市值公司中有 ST 公司，也有上市已经超过 20 年的“老面孔”，同样有上市时间不足 5 年的新公司，这些新公司中同样有具备“小而美”特征的好公司，或许会成为大公司的收购目标。

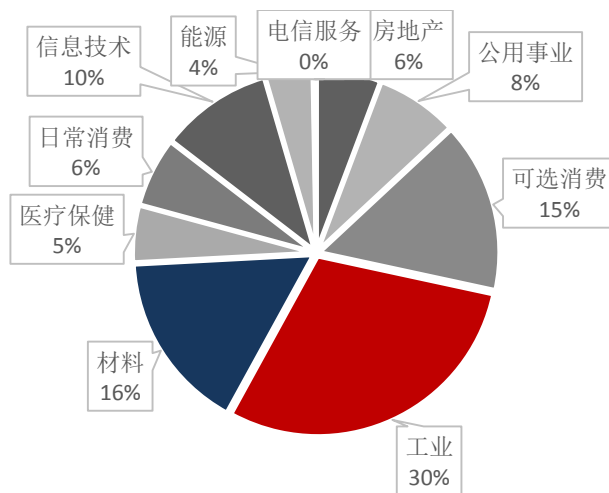
四、另一方面，随着国企改革的深入推进，国有企业上市公司资源整合有望加速。根据我们统计，截至 6 月 10 日，目前 1114 家 A 股国企上市公司中，有 38% 的国企市值不足 50 亿元，共有 419 家公司，主要分布在工业、材料、可选消费领域，这些国有上市平台存在巨大的整合潜能。

图 3：当前市值 20 亿以下上市公司的上市年份分布



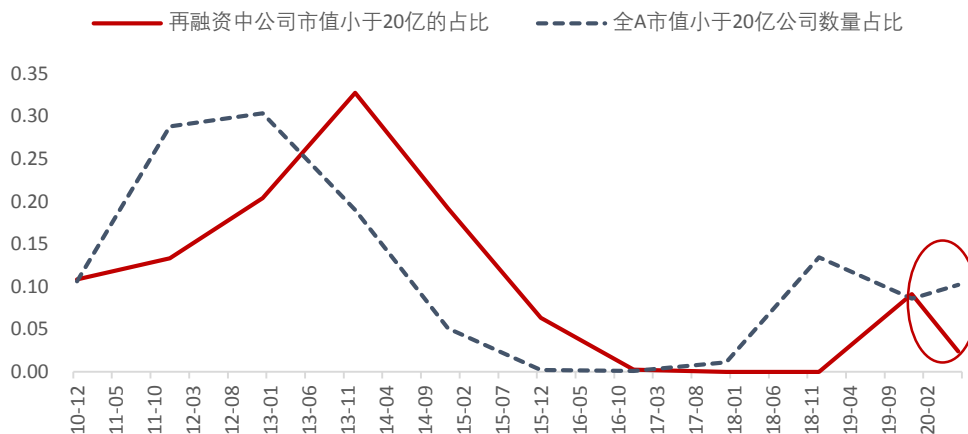
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：A 股国企上市公司的行业分布（剔除金融）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：A 股小市值公司再融资困难



数据来源：Wind，东方证券研究所

主动退市浪潮中，如何把握投资机遇？

小而美的细分行业领先者

一、从美股经验来看，上市时资产规模较小、尚未盈利的公司被并购退市概率更大。科技和金融行业退市公司数量相对最多。

二、从 A 股实际来看，目前市值 20 亿以下，且上市时间集中于 2015-2020 年的公司中，汽车零部件、化工制品、专用机械、仪器仪表等制造业细分行业最多；随着后续注册制的不断深化，预计电子、生物科技、计算机、新材料等行业上市公司数量也会逐步增加，这些科技、制造业的细分行业小市值龙头可以重点关注。

低估值的实体行业国有企业

大量上市的国有企业，一方面并未充分实现国有资本的保值增值，另一方面国有上市公司也主要分布于周期、制造等传统行业，相应的，二级市场也并未给予国有上市公司合理的估值溢价。

随着国有企业的整合、改革不断深化，以及在新兴行业领域的不断布局，国企二级市场的价值有望实现重估和回归，重点关注工业制造业、材料以及可选消费（商贸零售）等几个方向。

强者愈强、强强联合的大行业龙头

当今信息技术、医疗保健、大消费、大制造的龙头，已经抢占先机，实现行业地位的跃升和话语权的掌握。这些行业的大市值龙头有望持续享受制度和经济结构深化调整带来的机遇和新红利。我们建议重点关注两个方向：

方向一是现有传统行业的龙头公司，集中于沪深 300 和上证 50 等指数：主要为食品饮料、机械制造、医药制造、金融地产等行业。

方向二是随着科创板和创业板注册制推进，诞生和回归的新兴行业大市值龙头：主要为互联网、半导体、信息技术和研发服务等生产性服务行业龙头。

风险提示

- 1、资本市场制度改革推进不及预期，带来相关板块超预期的估值调整
- 2、宏观经济下行超预期，带来制度改革推进低于预期

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

