

分析师:
王德伦 S0190516030001
李美岑 S0190518080002
王亦奕 S0190518020004
张兆 S0190518070001
吴峰 S0190510120002

研究助理:
张勋 张日升

联系人:
王德伦
021-3856 5610
wangdl@xyzq.com.cn
张勋
021-3856 5943
zhangxun@xyzq.com.cn

相关报告

新时代股市制度改革助力 A 股长牛——“A 股长牛”研究系列已篇(兴业证券策略王德伦团队 20200229)

QFII 政策解读之二: 金融开放再接力, DCEP 起航和核心资产持续牛市(兴业证券策略王德伦团队 20200509)

全球主要市场强制退市制度比较研究——新时代股市制度改革之系列三(兴证策略王德伦团队 20200604)

A 股退市历史变迁及现状 ——新时代股市制度改革之系列四

2020 年 6 月 11 日

投资要点

★ 一、我国资本市场退市制度建立、完善时间线

基本框架建立期(1994.07—2001.02): 1994 年《公司法》和 1999 年《证券法》中搭建了退市制度的基本法律框架。1998 年苏三山成为我国第一只被暂停上市股票。

制度建设初步启动期(2001.02—2005): ST、PT 制度造成市场资源配置效率低下。2001 年连续四年亏损的 PT 水仙被要求终止上市, 成为我国第一家退市的公司。

制度不断完善期(2005—2012): 针对创业板公司的风险特征, 引入财务退市标准, 以及市场类指标, 从法律层面赋予了交易所暂停、恢复、终止上市权利, 但创业板至今为止仅有欣泰电气一只股票被终止上市。

逐渐成熟(2012—至今): 完善相关财务退市标准, 同时首次推出面值退市标准。2012 年第一次“史上最严退市新规”, 完善了主动退市制度, 明确实施重大违法公司强制退市制度, 2015 年 A 股退市 10 家公司。2018 年第二次“史上最严退市制度”, 细化了 4 种重大违法退市情形, 新增社会公众安全类重大违法强制退市情形, 2019 年 A 股退市 10 家公司。

★ 二、A 股市场整体进多退少, “面值退市”进入历史舞台

A 股公司退市数量远低于 IPO 数量, 与全球趋势相比有明显差异。2007 年至 2018 年 10 月, 全球退市数量累计值达到 21280 家, 超过 IPO 数量累计值 16299 家。相反 A 股上市 637 家, 退市 52 家。退市率太低导致我国上市公司含金量不足, 市场未充分发挥出市场配置资源能力。退市率过低最深层的原因是 IPO 体制的僵化和高门槛, IPO 不仅门槛高、程序冗长, 而且排队等待时间长。一旦被“暂停 IPO”则公司可能损失惨重, 迫使其选择通过反向并购、定向增发等手段买壳上市, 壳股存在炒作现象, 严重破坏了股市资源配置功能。

未来面值退市是 A 股真正市场化退市的重要标准。为避免通过人为保壳手段, 面值退市将公司退市与否的决定权交给了投资者, 要求投资者更加成熟理性, 在机构投资者力量逐渐增强的 A 股市场上, 面值退市将发挥越来越重要的作用, 未来不排除从当前“面值退市”走向“一元退市”。

★ 三、在 A 股市场不同时间段内, 公司退市原因有明显差异。

2005 年之前公司退市主要是因为连续三年亏损, 2007 年至 2015 年之间由于国家针对化解产能严重过剩矛盾, 吸收合并成为退市主要原因。随着 2014 年第一次“史上最严退市制度”出台, 因其他不符合挂牌的情形而退市的占比上升。

★ 四、A 股非主板吐故纳新能力明显低于主板, 行业分布较为集中。

中国非主板退市公司数量寥寥无几, 吐故纳新能力低于主板。从 1990 年至今与主板退市 105 家相比, 非主板退市数量仅有 7 家, 但纳斯达克(北欧)、泛欧创业板、港交所创业板、日本 JASDAQ 和 MOTHERS 的退市率高于各自主板。此外 A 股退市公司行业分布较为集中, 其中钢铁行业最为集中, 占比为 13%, 排名第二第三的行业是采掘(6.9%)和有色金属(6.1%), 反观全球成熟的股市, 美股在各个行业中退市公司数量占行业样本总数的比例相对一致, 约为 75%左右。

风险提示: 股市制度改革进展超预期; 全球环境波动超预期; 宏观政策波动超预期等。

目 录

一、我国资本市场退市制度建立、完善时间线	3 -
二、A 股市场整体进多退少,“面值退市”进入历史舞台	7 -
三、A 股历史退市原因明显分化,从连续亏损到吸收合并,再到不符合挂牌的其他情形	10 -
四、A 股非主板吐故纳新能力明显低于主板,行业分布较为集中	12 -
风险提示	14 -
图表 1:《公司法》(1994)与《证券法》(1999)中关于退市主要内容	3 -
图表 2: 1993-2000 年苏三山公司经历多次大股东更替	4 -
图表 3: ST 制度与 PT 制度区别	4 -
图表 4: 2001 年《亏损上市公司暂行上市和终止上市实施办法》主要内容	4 -
图表 5: 我国资本市场上第一家退市的上市公司水仙电器退市时间线	5 -
图表 6: 我国退市制度建立、完善时间线	6 -
图表 7: 退市制度修订历程	6 -
图表 8: 1990-2020 年 A 股退市数量远低于 IPO 数量	7 -
图表 9: 2007-2018 年全球退市数量远超 IPO 数量	8 -
图表 10: 中国 A 股退市七大类型	8 -
图表 11: 2020 年来 A 股进入退市程序股票	9 -
图表 12: A 股“面值退市标准”与美股“一美元退市标准”比较分析	10 -
图表 13: 不同时间段内退市原因明显分化	12 -
图表 14: 2013~2017 年境外中小板退市率高于主板	13 -
图表 15: 中国中小企业、创业板退市数量明显偏低	13 -
图表 16: A 股退市公司行业分布较为集中	13 -
图表 17: 美股在各个行业中退市比例相对一致	13 -

一、我国资本市场退市制度建立、完善时间线

基本框架建立期（1994.07—2001.02）：1994年7月1日实行的《公司法》和1999年7月1日实施的《证券法》中规定了上市公司退市标准，由于退市标准初设，加之资本市场融资功能在上市公司发展过程中起到更加重要的作用，因此在这一段时间内退市制度没有被充分实施，未能发挥其应有的功能。

图表 1：《公司法》（1994）与《证券法》（1999）中关于退市主要内容

法律	制度内容
公司法（1994）	1、由国务院证券管理部门决定暂停或终止股票上市； 2、若公司因自身状况发生变化，不再具备上市条件或连续三年亏损，可在一定期限内重新满足上市要求； 3、若公司存在重大违规、违法行为，或在暂停上市后查实最终终止上市。
证券法（1999）	1、上市公司丧失公司法规定的上市条件的，其股票依法暂停上市或者终止上市； 2、若公司因自身状况发生变化，不再具备上市条件或连续二年亏损或募集资金未按规定使用，可在一定期限内重新满足上市要求； 3、若公司存在重大违法行为或未按公司债券募集办法履行义务，查实后终止上市； 4、国务院证券监督管理机构可以授权证券交易所依法暂停或者终止股票或者公司债券上市。

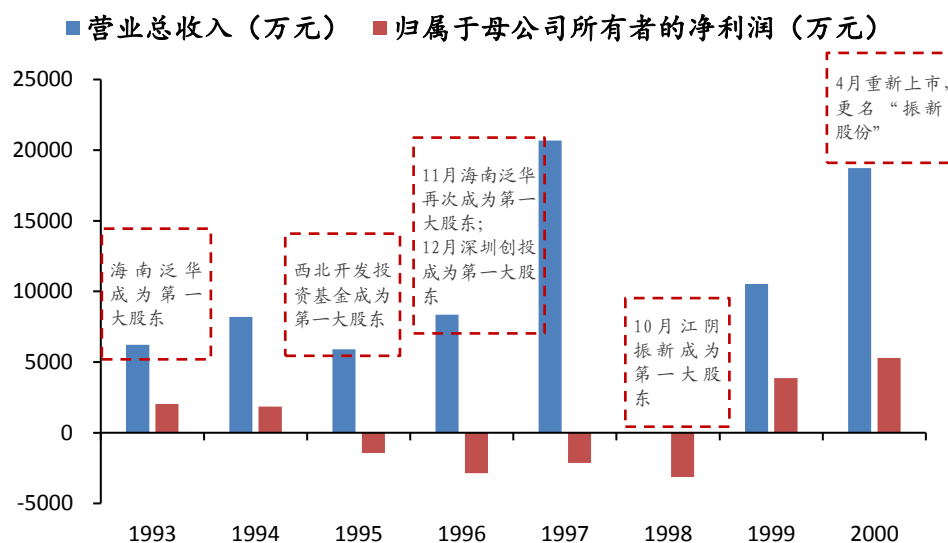
数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1998年，上市公司苏三山成为我国第一只被暂停上市的股票。“苏三山”因连续三年亏损被暂停上市，后于2001年重组，摇身一变成为“振新股份”重新上市。1993年9月8日上市的苏三山自上市后股权就变化多端，同时伴随着反反复复的资产重组，成为不折不扣的“重组专业户”，在这种情况下即使各种概念股光环傍身的苏三山也难以专注于企业经营。

在历任大股东带领下苏三山主要涉及了毛纺织、新能源、通讯、房地产等相差迥异的行业，公司经营状况不断恶化。1997年在深圳创世纪投资发展公司入主成为第一大股东后，公司改变投向，取消所有无效益化纤纺织产品的生产，转向发展房地产和贸易，然而也未能改变公司连年亏损的现状。急于扭亏为盈的苏三山在1997年年报中显示579万元的净利润却被会计事务所出具保留意见的审计报告，经过调整后，净利润为-2139万元，调整后苏三山连续三年净利润为负值，就此成为“股市第一家暂停上市的公司”。1998年江阴振新成为苏三山第一大股东后，苏三山与江阴振新进行了资产置换，主营业务也由化纤产品变为毛纺织品，置换资产后为公司注入新鲜血液，1999年苏三山净利润达到3872万，并于2000年4月10日重新恢复上市，并改名为“振新股份”。

在《公司法》生效后的7年间，我国并未出现一家退市的上市公司。此时退市标准和实施细则仅为搭建了退市制度的基本法律框架和奠定了法律基础。

图表 2：1993-2000 年苏三山公司经历多次大股东更替



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

制度建设初步启动期（2001.02—2005）：1998 年和 1999 年推出的 ST、PT 制度造成了投资者对劣质公司的追捧，偏离了建立退市制度的初衷轨道，造成市场资源配置效率低下。2001 年沪深两市上市公司已经超过 1100 家，其中不乏大幅和巨额亏损的公司，启动退市机制的必要性提升。中国证监会发布《亏损上市公司暂行上市和终止上市实施办法》，对连续三年亏损的上市公司在暂停上市后的恢复上市和终止上市做了详细、可操作的规定。

图表 3：ST 制度与 PT 制度区别

区别	ST 制度	PT 制度
含义	对财务状况或其它状况出现异常公司股票进行特别处理	为暂停上市股票提供流通渠道的“特别转让服务”
公司类别	连续两年净利润为负值或最近一年每股净资产低于面值的公司	连续三年亏损暂停上市的公司
交易时间	与普通股票无异	只能在周五开市时间进行交易
涨跌幅限制	5%	申报价不得超过上一次转让价格的上下 5%
撮合方式	与普通股票无异	收市后按集合竞价撮合产生唯一成交价格
交易性质	与普通股票无异	非上市交易，不计入指数计算
中期报告须审计	是	否

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4：2001 年《亏损上市公司暂行上市和终止上市实施办法》主要内容

主要内容
仅适用于连续亏损上市公司的退市问题；
连续三年亏损上市公司的暂停上市，由证监会依法授权证券交易所决定，终止上市由证监会决定，而暂停上市的公司恢复上市由证监会发行审核委员会审核并经证监会核准；
规定了亏损上市公司在暂停上市和终止上市的过程中应履行的信息披露义务；
保留 PT 制度；
宽限期制度：允许公司在暂停上市后四十五天内向交易所申请宽限期以延长暂停上市的期限，宽限期自暂停上市之日起为十二个月。

2001 年 4 月 21 日，连续四年亏损的 PT 水仙因申请宽限期未获上海证券交易所批准，并被要求于 4 月 23 日起终止上市，成为我国资本市场上第一家退市的上市公司。

司，标志着我国上市公司退市的序幕被正式揭开，是我国规范和发展证券市场历程中的又一重大成果。

图表 5：我国资本市场上第一家退市的上市公司水仙电器退市时间线



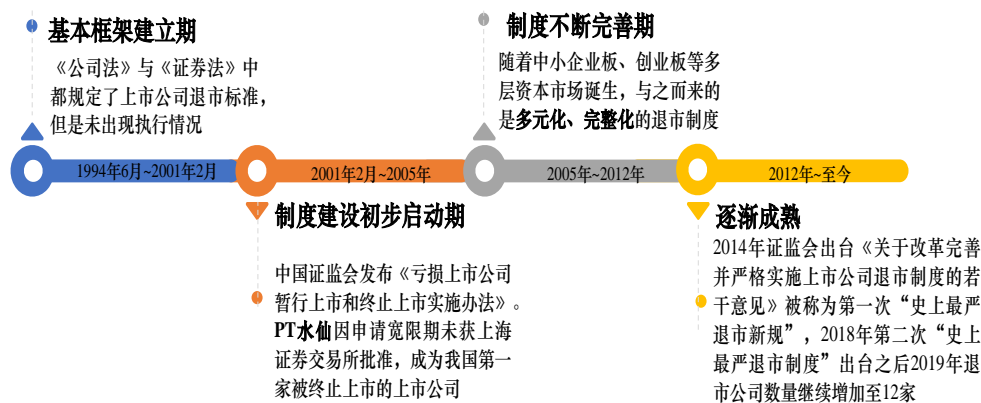
数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

制度不断完善期（2005—2012）：随着中小企板、创业板等多层资本市场诞生，随之而来的是多元化、完整化的退市制度。如针对创业板公司的风险特征，在对主板和尤其中小板监管经验进行充分借鉴后，引入“净资产为负”和“审计报告意见为否定或无法表示意见”的退市标准，以及“股票连续一百二十个交易日累计成交量低于 100 万股”的市场类指标，构建了多元化的退市标准体系。同时这期间也从法律层面赋予了交易所关于暂停、恢复、终止上市的权利。不过**创业板至今为止仅有一只股票欣泰电气被终止上市**，公司因涉嫌欺诈发行被强制退市。迄今为止因净资产连续为负而触发退市的上市公司也仅有*ST 保千（2020.06.02 退市），涉及“审计报告意见为否定或无法表示意见”而被终止上市的公司有*ST 华泽（2019.07.09 退市）、*ST 海润（2019.07.12 退市）、*ST 保千（2020.06.02 退市），均为主板公司。

逐渐成熟（2012—至今）：2012 年沪深两市交易所开始了对退市制度的大力改革，其中完善了相关财务退市标准，同时**首次推出面值退市标准**。然而到 2014 年时，存在的一些重大违法行为的上市公司仍然不能及时退出市场，严重影响到退市制度的具体实施效果，准备将注册制改革提上日程的证监会于 2012 年 10 月 17 日出台了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，《退市意见》被称为**第一次“史上最严退市新规”**，完善了主动退市制度，明确实施了对欺诈发行、重大信息披露违法等重大违法公司强制退市制度。由此资本市场自动净化机制逐渐建立，**2015 年 A 股退市公司数量达到 10 家**。2018 年长生生物问题疫苗再次曝光后证监会出台**第二次“史上最严退市制度”**，在原来欺诈发行和重大信息披

露违法基础上，细化了重大违法强制退市情形，明确了首发上市欺诈发行、重组上市欺诈发行、年报造假规避退市以及交易所认定的其他情形等 4 种重大违法退市情形，新增社会公众安全类重大违法强制退市情形，严格了退市标准和退市环节，在这一新规影响下，2019 年 A 股退市公司数量继续增加至 10 家。

图表 6：我国退市制度建立、完善时间线



数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7：退市制度修订历程

时间	制度内容
1994 年 7 月	《公司法》和《证券法》退市制度备而待用
2001 年 2 月	PT 水仙因申请宽限期未获上海证券交易所批准，成为我国第一家被终止上市的上市公司，揭开了中国证券市场上市公司退市的序幕。
2004 年	退市制度多元化，发布适用于中小企业板的《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》，其中规定了专门适用于中小企业板上市公司的三大类七项退市指标。
2005 年	退市制度修订。将公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报表作虚假记载，其情节由原先的“后果严重”改为“且拒绝纠正”；将公司最近三年连续亏损，在限期内未能消除，修改为“在其后一个年度内未能恢复盈利”，更具操作性；
2009 年	创业板独特退市制度。针对创业板公司的风险特征，引入“净资产为负”和“审计报告意见为否定或无法表示意见”的退市标准，以及“股票连续一百二十个交易日累计成交量低于 100 万股”的市场类指标。
2012 年	退市制度进行了较大力度的完善。其中提出，连续三年净资产为负，或者连续三年营业收入低于 1000 万元，或连续 20 个交易日收盘价低于股票面值的公司应终止上市。
2014 年 10 月	证监会出台《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》被称为第一次“史上最严退市新规”，增加了对欺诈发行、重大信息披露违法等重大违法公司强制退市制度。
2016 年 5 月	因重大信息披露违法被终止上市的新ST 博元成为“强制退市第一股”，一年多后的 2017 年 8 月份，欣泰电气因欺诈发行被强制退市。
2018 年 7 月	第二次“史上最严退市制度”。证监会正式发布《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》，要求完善重大违法强制退市的主要情形，强化证券交易所的退市制度实施主体责任。
2019 年 1 月	证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，明确规定科创板严格实施退市制度。
2020 年 4 月	创业板退市改革，简化了退市程序，取消暂停上市和恢复上市；完善了退市标准，取消单一连续亏损退市指标，引入“扣非净利润为负且营业收入低于一个亿”的组合类财务退市指标，新增市值退市指标；设置了退市风险警示暨*ST 制度，强化风险揭示。

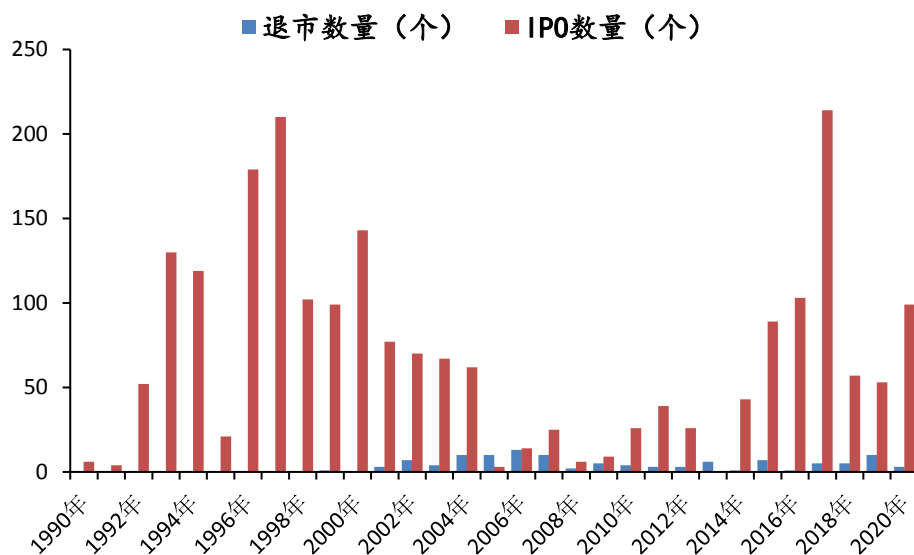
数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

二、A股市场整体进多退少，“面值退市”进入历史舞台

A股上市公司退市数量远低于IPO数量。A股自开启退市以来，退市制度较少发挥作用，即使两次“史上最严退市制度”（2014年、2018年）出台，A股退市公司数量远低于IPO数量，与全球退市数量明显高于IPO数量这一趋势相比有明显差异。从1990年底至2019年底，期间除去吸收合并、股票置换、私有化等情况，A股真正退市公司数量不足80家，平均每年退市不到4家。截至2019年底，A股上市公司达到3777家，平均每年新增上市公司为200家左右，因此A股上市公司退市数量远低于IPO数量。

从全球来看，2007年至2018年10月期间，全球的上市公司退市数量累计值达到21280家，超过IPO数量累计值16299家。相反2007年到2018年A股上市637家，退市52家。**退市率太低导致我国上市公司含金量不足，指数无法代表我国经济发展成果，证券市场更无法发挥出资本市场配置优势。**而退市率过低最深层的原因是IPO体制的僵化和高门槛，过去中国A股市场因为没有注册制，IPO行政审批制不仅门槛高、程序冗长，而且排队等待时间一般需要两、三年，IPO成本与身价十分昂贵。上市公司具备“壳价值”，公司主动退市积极性不高，且保壳动力强。同时IPO成本与被否成本的高昂导致企业一旦被“暂停IPO”则公司可能损失惨重，为避免出现这种情况，一些公司不再排队IPO，而是选择通过反向并购、定向增发等手段买壳上市，壳股存在炒作现象，造成部分“垃圾股”被抢购，始终无法退出市场，严重破坏了股市优胜劣汰的资源配置功能。

图表 8：1990-2020 年 A 股退市数量远低于 IPO 数量

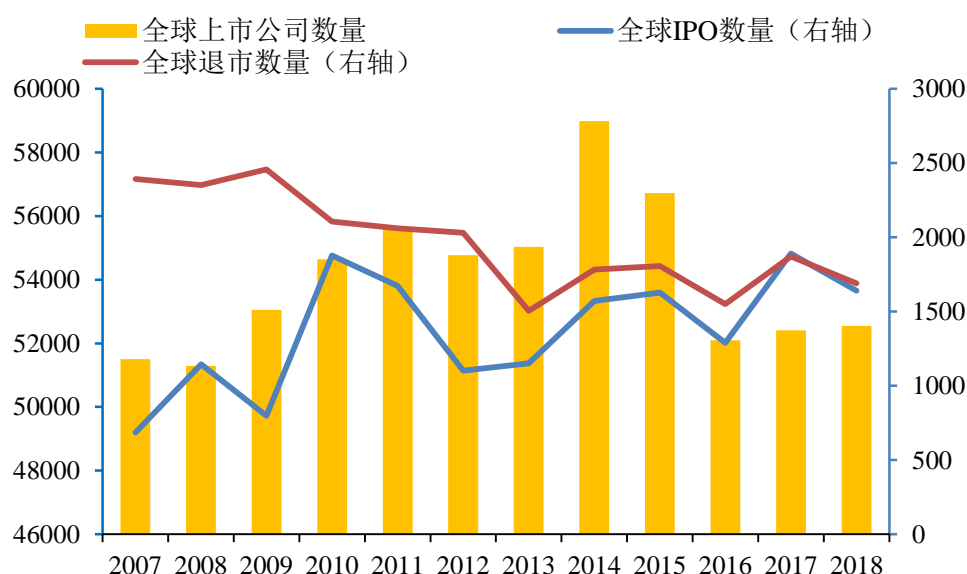


注：数据统计截止2020年6月5日。数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

成熟资本市场的退市公司数量和退市率普遍高于新兴市场。2007年至2018年10月期间伦交所、加拿大TMX集团、纳斯达克、纽交所、德国证券交易所退市率均超过6%，而上交所与深交所分别只有0.3%和0.1%，前三个交易所退市数量甚至

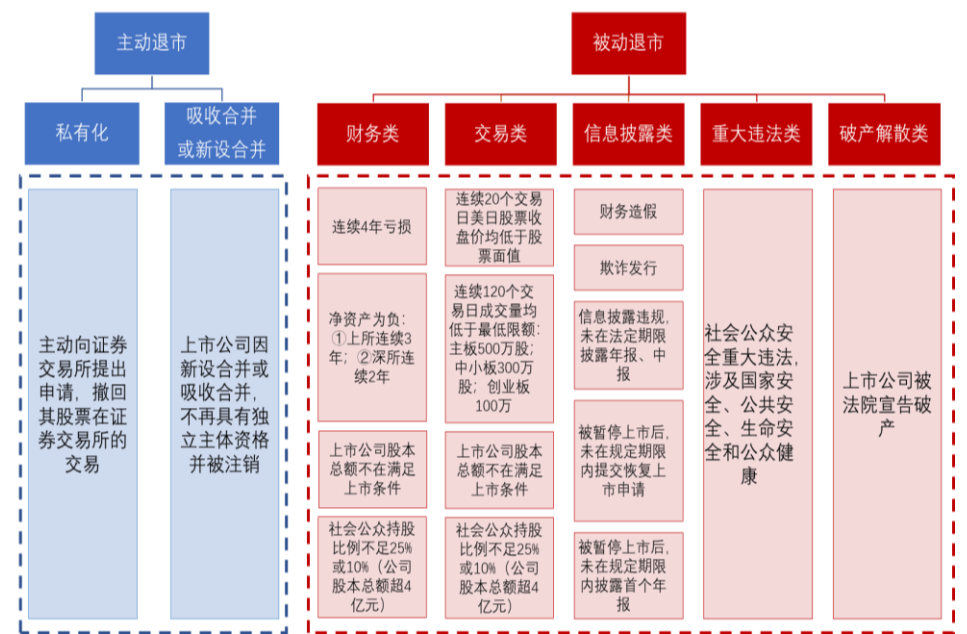
超过 2500 家，与 A 股差异巨大。退市制度作为保障资本市场健康发展的基础制度之一，有效提高了资本市场资源配置效率。以发展相当成熟的美国股市为例，到目前为止美国已有超过 3 万家上市公司退市，从 1996 年达到峰值 8025 家上市公司到 2019 年底 4855 家，减少 40%，目前平均每年 IPO 大约 150 家公司左右，而每年因兼并、破产、退市等的公司大概 400 家，对于美国而言，上市或退市均为企业市场化的最优选择，从而实现资源的有效配置，优胜劣汰机制才能保证股市健康发展。

图表 9：2007-2018 年全球退市数量远超 IPO 数量



数据来源：WFE，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10：中国 A 股退市七大类型



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2020 年 6 月，A 股退市的公司总计 113 家。A 股别出因吸收合并等原因主动退市的 35 家公司，有 78 家为被动退市，其中一半以上的公司是由于连续三年亏损而触发强制退市的；其他不符合挂牌的公司退市数量高达 13 家（其中 7 家为面值退市，2018 年 12 月中弘股份、2019 年 10 月雏鹰农牧、2019 年 11 月华信国际、2019 年 11 月*ST 印纪、2019 年 12 月退市大控、2020 年 1 月神城 A 退、2020 年 2 月*ST 华业），1 家为危害社会公众安全退市（2019 年 10 月长生生物）。典型代表为长生公司，“假疫苗”事件 16 个月后，长生生物因社会公众安全类重大违法退市规则，依法强制退市。

“面值退市”开始进入 A 股历史舞台。美国股市很早就开始实行“一美元退市”标准，“大进大出”的市场特点优胜劣汰机制及资源配置功能的充分体现。随着注册制的推行，股市退市也开始提速，退市常态化成为可能，未来业绩优良的公司股价会越来越高，经营不善、“僵尸企业”则会被投资者抛弃，直至面值退市。与一般退市相比，面值退市没有风险警示期和暂停上市阶段，虽然目前允许公司在连续 10 个交易日股价低于面值后主动停牌实现自救，但是挽救可能性很低，所以面值退市速度比一般退市要快不少。

面值不足一元退市的公司主要集中于连续三年亏损和其他不符合挂牌的情形，*ST 华业、*ST 雏鹰、*ST 印纪为“面值退市”的典型代表。面值退市成为 A 股“新常态”，截至 2020 年 6 月 4 日，已有 12 家上市公司进入退市程序，其中有 8 家上市公司触发“面值退市”，单在 4 月就有 5 家上市公司触发面值退市，是 A 股历史第一次。面值退市是 A 股真正市场化退市的重要标准，为避免通过人为保壳手段，面值退市将公司退市与否的决定权交给了投资者，要求投资者更加成熟理性，充分体现了市场意识，一定程度上避免了追捧壳资源的现象。

图表 11：2020 年来 A 股进入退市程序股票

上市公司	进入退市程序原因
*ST 神城 A	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元，已于 1 月 7 日终止上市
*ST 华业	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元，已于 2 月 6 日终止上市
ST 锐电	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元
乐视网	连续三年亏损且净资产连续两年为负值，2019 年年报审计为“保留意见”
金亚科技	连续 4 年亏损
*ST 龙力	2019 年净利润与净资产均为负值，且 2019 年财务会计报告被出具无法表示意见审计报告
天广中茂	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元
神雾环保	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元
*ST 美都	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元
盛运环保	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元
ST 天宝	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元
*ST 保千	连续三年净资产为负且年报被出具无法表达意见审计报告，已于 6 月 4 日终止上市

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

A 股“面值退市标准”与美股“一美元退市标准”存在一定差异：

第一，从面值本身来看，美股对股票面值没有特别固定，以一美元为标准，但是中国采用“面值退市标准”的表述，我们以紫金矿业（601899）为例，它的股票面值为 0.1 元，而不是 1 元，若采用“面值退市标准”，则无论紫金矿业股价低于 0.1 元概率很低。

第二，从交易维度来看，美国退市标准采用“连续若干个交易日的收盘价平均值低于 1 美元”，A 股面值退市标准采用“连续若干个交易日的每一个收盘价都必须低于面值”。

第三，美国和中国面值退市关于缩股机制不同，美国股市可以缩股，受限于其他退市标准约束，但是 A 股缩股不改变面值的约束。例如，某股份的股票面值为 1 元，股价为 0.6 元，如果允许其按 10: 1 缩股，即每 10 股合并为 1 股，则缩股后的股票面值变成 10 元，股价变成 6 元，其股价仍低于面值。

第四，从退市效率来看，在美股这种以机构为主导的市场环境下面值退市有更好的市场效率，随着中国股市机构化力量不断增强，面值退市效率将大大增强。

从上述四点的对比分析来看，“面值退市”和“一元退市”各有优劣，不排除未来 A 股会通过改革走向“一元退市”的可能性。

图表 12：A 股“面值退市标准”与美股“一美元退市标准”比较分析

	美国	中国
退市标准	（1）无面值统一规定，以一美元作为退市标准； （2）按照若干个交易日收盘价平均值低于一美元；	（1）以股票面值作为退市标准（除紫金矿业、洛阳钼业、福莱特外 A 股股票面值均为 1 元）； （2）若干个交易日每一收盘价均低于面值；
“缩股”机制影响	虽然存在被“缩股”机制规避可能性，但无法同时规避其他多套退市标准	暂无缩股”或“拆股”机制，且“缩股”机制不影响 A 股退市
退市效率	在机构投资者主导环境下退市效率更高、威慑性更好	截至目前 A 股仅有 7 支面值退市股票

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

三、A 股历史退市原因明显分化，从连续亏损到吸收合并，再到不符合挂牌的其他情形

在 A 股市场不同时间段内，公司退市原因有明显差异。

1999 年至 2005 年之间的退市原因主要为连续三年亏损，主要原因是当时的退市制度决定。认为满足公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报表作虚假记载，公司最近三年连续亏损，在限期内未能消除等条件，交易所可以强制退市。

从下图中可以看出，2005 年之前公司退市主要是因为连续三年亏损，证券置换和吸收合并出现的频率极低。作为深市第一家退市上市公司，粤金曼在 1999 至 2000 年连续三年亏损后被要求 2001 年 4 月 24 日起暂停上市，更名 PT 粤金曼，而后由于无法提交切实可行的重组方案，PT 粤金曼的宽限期申请被深交所驳回，2001 年 6 月 15 日，PT 粤金曼被终止上市，并成为深市第一家退市上市公司。曾经以鳗鱼生产、加工、进出口等为主营方式的粤金曼作为潮州市重点支柱企业，于 1993 年至 1995 年烤鳗生产量和出口量连续 3 年居世界首位，被《日本养殖新闻》称为世界“鳗王”，创业十年公司总产值增长 300 倍，甚至成为“中国 300 家最大股份制企业”中的一员，然而在 1996 年粤金曼上市后，随着市场竞争加剧和亚洲金融危机的爆发，单一的经营产品使得粤金曼业绩每况愈下，再加上集团投资失利与随意挪用资金，公司负债累累、亏损严重，在 1998 年、1999 年连续两年净利润为负值后，2000 年年报显示公司亏损达到峰值 43632.3 万元，最终因被深交所判定无法扭亏为盈驳回宽限期申请，最终终止上市。

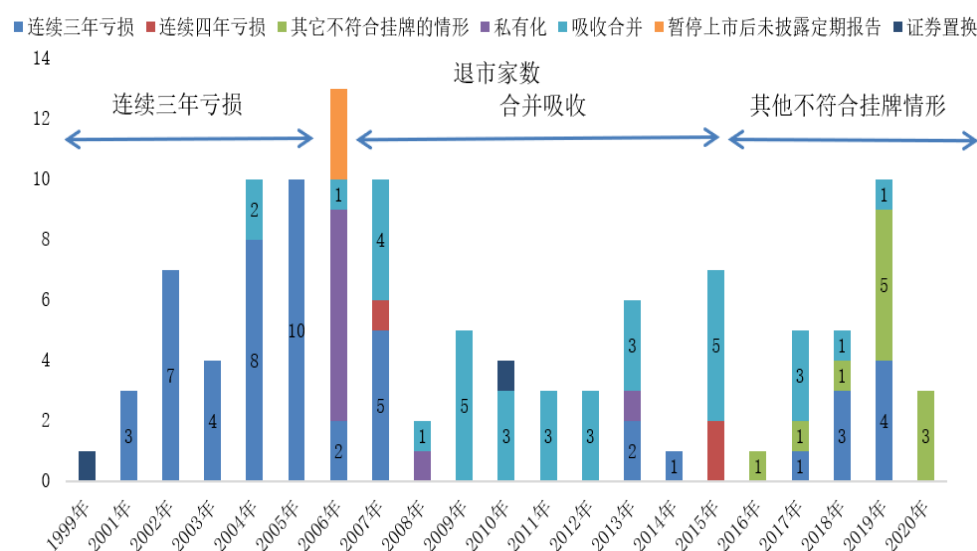
2007 年至 2015 年之间吸收合并成为退市主要原因。主要是由于国家针对化解产能严重过剩矛盾，调整优化产业结构，提出优化企业兼并重组市场环境，提出全中小企业股份转让系统等利好政策，简化了行政程序。从下图中可以看出，较 2005 年之前，2006-2015 年公司退市的原因更加多元，但是主要集中在吸收合并上，私有化原因占 16.7%。2007 年中国铝业一举合并吸收 S 兰铝、S 山东铝、包头铝业，实现公司产业链的完善，优质氧化铝与原铝企业全部进入公司，吸收合并后增强了公司抗风险能力，增强了公司核心竞争能力。

随着 2014 年第一次“史上最严退市制度”出台，因其他不符合挂牌的情形而退市的占比上升。2020 年至今退市 3 家公司皆为该原因导致，因其他不符合挂牌的情形成为退市主要原因。是因为今年对退市制度不断改革，完善了退市标准，标准不断细化，市场监管不断收紧，部分企业触及退市条件。作为 2020 年首家退市公司 *ST 保千在 2017 年、2018 年连续两年期末净资产为负值和连续两个会计年度财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见的审计报告后，公司股票被要求自 2019 年 5 月 24 日起暂停上市。2019 年末归属于上市公司股东的净资产为 -59.79 亿元，并且 2019 年度财务会计报告被再次出具了无法表示意见的审计报告，达到退市条件。最终，上交所决定 *ST 保千退出二级市场。*ST 保千前身为南京中达，上市后市值最高达近 300 亿元，然而公司在 2015 年重组借壳上市后就存在着造假行为，同时公司实际控制人庄敏不断对外投资、为下属公司提供违规担保、利用其控制的中小微企业实现公司产品自销自买，导致公司资产逐渐被掏空，最终公司资金链断裂、经营恶化，即使后期公司自救也未能成功挽回颓势。而后实际控制人庄敏失联，企业问责追偿行为能力受限，无法进入重整程序，破产重整工作被迫终止。*ST 保千五年来从巅峰到谷底，曾经资本的追捧让其身价倍增，然而其利用手段不断欺骗玩弄投资者的行为最终使得公司一落千丈。此次 *ST 保千的退市为上市公司敲响警钟，展现了监管层改革资本市场、完善退市制度的决心。

中国上市公司退市的原因在早年主要集中于连续亏损，后来则主要集中于吸收、

合并，近年因其他不符合挂牌的情形而退市。其中因面值退市的公司越来越多，2019年以来，面值退市公司6家（雏鹰退、华信退、印纪退、退市大控、神城A退、退市华业），公司财务问题3家（众和退、华泽退、退市海润），重大违法1家（长生退），被出具“非标”审计报告及净资产为负1家（退市保千）。不同时间段的退市在很大程度上受国家政策的影响，随着国家的监管政策越来越严格，退市标准不断细化，不少在原有退市标准中存活下来的企业可能会在政策改革的浪潮中被淘汰。

图表 13：不同时间段内退市原因明显分化



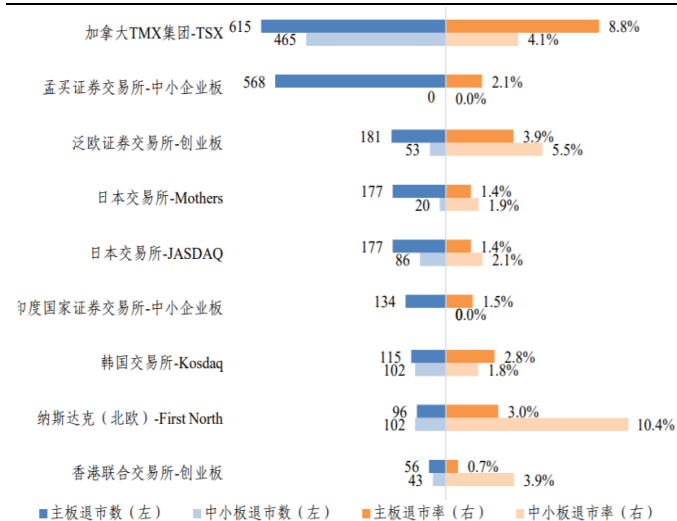
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、A 股非主板吐故纳新能力明显低于主板，行业分布较为集中

中国非主板退市公司数量寥寥无几，吐故纳新能力低于主板。从1990年至今与主板退市105家相比，非主板退市数量仅有7家。从交易所各板块的退市情况来看，欣泰电气于2016年7月因欺诈发行及信息披露违法违规受到中国证监会行政处罚，9月2日，深交所做出自9月6日起暂停欣泰电气公司股票上市的决定。欣泰电气成为创业板第一家终止上市的公司。而科创板自设立以来还未发生退市案例。

反观全球市场，在披露各板块退市情况的8家交易所中，成熟国家和地区市场的退市数量和退市率普遍高于新兴市场板块；加拿大TMX集团中小板TSX的退市数量远超其他交易所。对比主板和创业板两个板块的退市情况，纳斯达克（北欧）、泛欧创业板、港交所创业板、日本JASDAQ和MOTHERS的退市率高于各自主板。

图表 14: 2013~2017 年境外中小板退市率高于主板



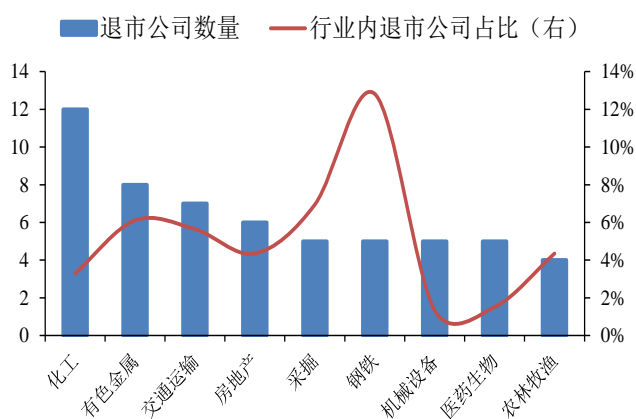
图表 15: 中国中小企业、创业板退市数量明显偏低

1990 年~2020 年中国股市退市公司类型					
退市原因	具体类型	主板数量	创业板及中小企业板数量	主板占比	创业板及中小企业板占比
财务要求	吸收合并	34	1	32.08%	14.29%
	连续三年亏损	48	2	45.28%	28.57%
流动性指标	连续四年亏损	3	0	2.83%	0.00%
	股价过低	4	0	3.77%	0.00%
自愿退市	私有化	9	0	8.49%	0.00%
	暂停上市后未披露定期报告	3	0	2.83%	0.00%
	生产经营调整	0	0	0.00%	0.00%
证券置换		2	0	1.89%	0.00%
其他		3	4	2.83%	57.14%
合计		106	7	100%	100%

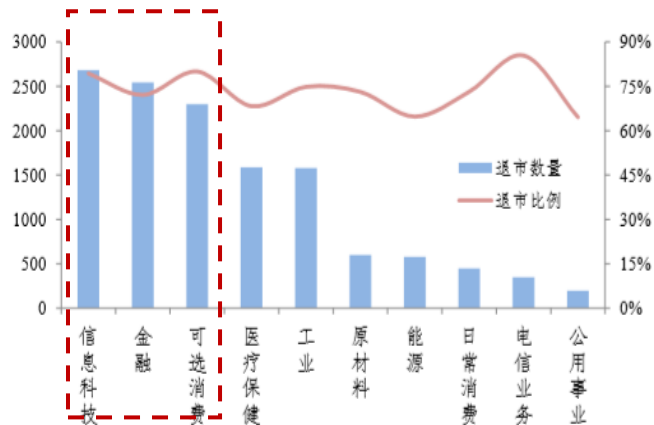
数据来源: Wind, WFE, WRDS, 上交所, 右图统计时间截止 2020 年 6 月 5 日, 兴业证券经济与金融研究院整理

A 股退市公司行业分布较为集中, 其中钢铁采掘等公司退市比例明显偏高。退市公司在钢铁和采掘两个行业占比, 分别为 13%、7%。从数量上来看, 截止至 2020 年 6 月, 共有 12 家化工企业退市, 其中 7 家企业均因连续三年亏损终止上市, 主要是由于产能过剩, 内需不足。曾经连续 37 年盈利的 ST 银山 2002 年半年度报告亏损 3781 万元, 成为四川第一只退市股票。在 1999 年以前, 银山化工连续 37 年无亏损, 由于 1999 年全国化肥行业极不景气导致银山化工亏损 4709 万元。由于对化肥需求的下降导致化肥价格不断降低, 银山化工出现巨额亏损, 资金周转出现困难, 财务危机爆发。然而巨额负债也未能解决银山化工的财务危机, 接下来的两年亏损进一步扩大, 2000 年亏损 5964 万元, 2001 年亏损 1.5 亿元, 最终触发退市条件, 终止上市。反观全球成熟的股市, 美股在各个行业中退市公司数量占行业样本总数的比例相对一致, 约为 75%左右。

图表 16: A 股退市公司行业分布较为集中



图表 17: 美股在各个行业中退市比例相对一致



数据来源: Wind, WRDS, 上交所, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示

股市制度改革进展超预期；全球环境波动超预期；宏观政策波动超预期等。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn