



一本书看透 IPO

A股IPO全流程深度剖析

沈春晖 著



机械工业出版社
China Machine Press

一本书看透

IPO

A股IPO全流程深度剖析

沈春晖 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

一本书看透 IPO：A 股 IPO 全流程深度剖析 / 沈春晖著. —北京：机械工业出版社，2018.6（2018.7 重印）

ISBN 978-7-111-60011-4

I. 一… II. 沈… III. 上市公司—企业融资—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 096534 号

本书分六个部分详细介绍 A 股 IPO 的全貌：第一部分常识性地介绍上市、A 股上市的主要方式等，并分析 A 股 IPO 当前面临的历史性机遇；第二部分分析影响在 A 股 IPO 上市决策的八个主要因素；第三部分分析 A 股 IPO 上市的全过程；第四部分分析目前 A 股 IPO 的审核方式、理念，主要财务审核因素与非财务审核因素；第五部分介绍新三板挂牌及从新三板转板 A 股 IPO；第六部分介绍未来将要实施的注册制，实施注册制的步骤、影响及对策等。

本书既包括从实务出发对上市流程和操作的详细分析，也包括对相关法规、政策和业务经验的具体介绍，还结合大量实务案例进行了精心分析和梳理，是投行、投资界专业人士，企业管理者、财务人员，学术研究人员及对经营有兴趣的社会公众开展 IPO 工作、了解 IPO 业务的必备工具书。

一本书看透 IPO：A 股 IPO 全流程深度剖析

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：孟宪勐

责任校对：李秋荣

印刷：北京文昌阁彩色印刷有限责任公司

版次：2018 年 7 月第 1 版第 3 次印刷

开本：170mm×242mm 1/16

印张：22.75

书号：ISBN 978-7-111-60011-4

定价：79.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

HZBOOKS | 华章经管 | Economics Finance Business & Management



推荐序一 Foreword 1

一个热情专业的人，一本实用认真的书

20年前，我在北京大学经济学院为研究生开设“投资银行学”这门课程，资产证券化是其中的重点研究领域。1999年，我组织了一个北大资产证券化研究小组，当时还在北大法学院经济法专业就读的沈春晖加入了这个研究小组并成为主要成员，他也是唯一一个来自经济学院以外的研究生。这个小组是国内高校里最早对资产证券化进行专业系统研究，并将研究成果结集出版的团体，《资产证券化理论与实务全书》（2000年）、《资产证券化：中国的模式》（2004）成为国内早期有影响力的研究资产证券化的专业书籍。

虽然他毕业离校了，但我们一直保持联系。当年在证券化小组的研究与学习，让投资银行在他心中播种、发芽、扎根。他的硕士毕业论文以资产证券化为题，毕业后他一直从事投资银行工作，后来成长为红塔证券分管投行业务的副总裁。20年弹指一挥间，在已近退休之年，让我感到欣慰和欣喜的是，当年证券化研究播撒的种子终于开花、结果，枝繁叶茂。看到春晖这本即将面世的论著，我脑海里浮现出了这位对投行始终保持高度专业，并充满热情的青年才俊。

专业。春晖自毕业后一直从事投行工作，是国内首批注

册的保荐代表人。无论是在国泰君安证券、华泰联合证券还是红塔证券，他都一直从事投行的业务及管理工作。他直接作为项目负责人承做过国内几乎所有投行业务类型，包括 IPO、借壳上市、上市公司再融资、上市公司重组、上市公司收购、企业债、公司债等。后来，他从事投行管理工作，带领投行团队做过的项目类型就更加丰富了。

热情。春晖最广为人知的是，在 2005 年创办了“春晖投行在线”网站。在当时那个专业信息缺乏的年代，这个网站给从业人员提供了很大帮助。在自媒体时代，“春晖投行在线”微博、“春晖投行在线”微信公众号已分别聚集了 10 多万专业粉丝和数万订阅者。能够坚持 10 多年以个人业余时间来做这些事，既是一种无私奉献，也充分体现了春晖对投行业务的热情。

现在，我更感欣慰的是，看到春晖这本全方位、全流程剖析我国 IPO 的专著。我非常高兴地将它推荐给大家。

首先，这本书生逢其时。A 股 IPO 的发行体制几经变革，但总体上是沿着市场化的方向前进。2017 年岁末，A 股 IPO 长期的“堰塞湖”问题基本得到解决，IPO 发行审核的常态化得以实现。更多的企业家在关心 A 股上市；更多的投资机构在找寻 A 股的股权投资机会；更多的投行在拓展 IPO 业务。此时，春晖的这本书正好可以满足他们的需求。

其次，这本书来自一线从业人员。我本人亲自操作过 IPO 上市项目，担任过香港上市公司的董事会主席，还出版过多本关于投资银行和资本市场的专著与教材，构造了一个投资银行学的理论体系。但我觉得：与充满创新和变化的投资银行业相比，来自投行一线业务人员的高质量专业书籍仍然是缺乏的，难以满足市场的即时需要。春晖的这本书，也正是在投资银行学的理论体系之下结合业务实际和中国特色的这本“干货”满满的认真之作。

我想，一本面向大众的专业好书应该做到：大众看出兴趣，内行看出门道，同行看出境界。这本书，做到了。

何小锋

北京大学经济学院金融学教授、顾问委员会主席

推荐序二 Foreword 2

“精品投行”孕育精品图书

本书的作者沈春晖是红塔证券股份有限公司分管投行业务的副总裁。

红塔证券成立于2002年，为证监会评定的A类证券公司。其自成立以来，秉承稳健发展的经营思路，是国内罕见的超越牛熊周期转换、自成立以来一直实现连续盈利的证券公司。春晖带领的投行团队与公司的经营思路一致，一直按照“服务型投行”的定位打造“精品投行”，已经开始有所建树，并获得了一定的市场口碑。

我个人理解，所谓“服务型投行”，是对传统“通道制”投行、“产品制”投行的扬弃。传统的国内投行服务，多以被动呼应客户需求为主，极少主动参与客户的战略布局与中长期资本运作规划，“吃”的主要是基于自身业务资格的“通道饭”。而且，常常把客户的每一次业务需求简单化为一单“产品”，做“一次性买卖”。而“服务型投行”，追求的是真正以客户需求为中心，提供长周期服务。不仅通过优质服务赢得企业的长期客户，而且要同步甚至先于客户提出资本运作方案，成为与客户“今在永在”（here today, here tomorrow）的朋友，伴随客户成长，为客户提供全生命周期服务。

要成为“服务型投行”，伴随的必然是投行自身能力与价值实现方式的改变，实现投行服务链条的延伸，树立行业聚焦思维、专业化服务意识和全产品服务模式，以及完成投行团队自身知识结构和业务能力的重构。这就要求投行自身首先要成为“学习型组织”。

令人感到欣喜的是，红塔投行团队正是这样做的。红塔投行团队就是一个学习与分享氛围浓厚的“学习型组织”，坚持多年、期期不落的“双周业务培训”就是一个明证。而且，春晖本人也是一个对投行事业充满热情的终身学习者。眼前这部国内第一本由投行一线从业人员所著的全流程、全方位剖析 A 股 IPO 的专著，正是“精品投行”孕育精品图书的体现。

我希望这本书不仅能够帮助投行从业人员和相关专业人士更好地操作 A 股 IPO，也能让广大企业家、投资界人士和对投行感兴趣的公众了解与洞察来自一线的投行“干货”，并让读者认识与熟悉红塔投行团队。

党的十九大明确要求“增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”，为资本市场的改革发展指明了方向。新时代是奋斗者的时代！愿有志于中国资本市场长期发展的同行与我们一起共同努力，迎来我国证券市场和投资银行更好的发展期。

李剑波

合和集团党委书记、董事长

红塔证券党委书记、董事长

背景与缘起

IPO 是 2017 年中国资本市场最大的“风口”。这不仅体现在全年 IPO 数量已经超过历史最高峰的 2010 年，成为 A 股历史上 IPO 最多的一年。438 家的数量比 2010 年的 346 家多近 100 家，比起 2016 年的 227 家更是几乎翻倍。更重要的是，横亘在 A 股资本市场多年的“堰塞湖”问题得到解决，A 股 IPO 审核到了 2017 年年底、2018 年年初基本实现了“常态化”。所谓“常态化”，是指一个企业的 IPO 审核申请被中国证监会受理之后能够“即报即审、即审即发”。这也就是说，不需要长时间“排队”，就可以进入审核流程，及时得到审核；审核通过之后，也不需要“排队”，就可以依程序获得发行批文，启动发行。这样的常态化，使得多数企业的 IPO 申请在半年左右的时间内就可以走完从审核申请受理到核准发行的全过程。这样的历时，不仅比 2016 年之前大约三年的历时大为缩短，而且与国外成熟资本市场的 IPO 审核速度相比也毫不逊色。

这样的重大变化，无疑是让中国资本市场的参与者兴奋

的。因为优秀的上市公司是一个国家资本市场保证质量与长远发展的基石，而 IPO 正起着为资本市场提供源头活水的作用。IPO 审核的“常态化”无疑有利于更多的企业充分利用国内资本市场上市融资；有利于私募股权投资机构的投资以更好的渠道退出；有利于广大二级市场投资者获得更多的投资标的。供给增加了，自然可以缓解过去长时间“排队”“审核溢价”带来的二级市场的诸多不正常现象。这些积极影响，正是 A 股资本市场贯彻十九大报告“增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”要求的直接体现。

但是，高兴雀跃之余，市场也还有更多的问题需要答案。例如，A 股 IPO 加快了，企业考虑是否上市，有哪些因素是决策时必须考虑的？审核速度加快了，审核方式有什么变化？审核速度加快了，供给增加了，对企业 IPO 除了积极影响外，是否也会有消极影响？过去不愿意在 A 股“排队”，已经在新三板挂牌了，现在想“转板”IPO 上市，应该怎么办？注册制曾经是热门话题，现在的改变与注册制有无关系，注册制还搞不搞？

本书不仅能够回答这些问题，而且是一本全景式描绘 A 股 IPO 的“工具书”。

我作为一个在 A 股投行战斗了 18 年的老兵和中国第一批注册的保荐代表人，在从业的同时也持续观察和研究着 A 股 IPO 市场的变化。自 2017 年年中以来，我在个人的微信公众号（“春晖投行在线”）上发表了数十篇关于 A 股 IPO 的文章，得到了市场的积极响应。根据审核实践的变化和监管部门的政策调整，以及读者的建议与意见，这些文章也在不断地更新与完善。将这些文章重新体系化结集出版，为 A 股 IPO 贡献一本高质量的著作，既是我自己的愿望，也回应了众多热情读者的呼吁。

内容与特色

本书共分为六章。第一章是“总述”，除了上市的本质与好处、上市的

约束与中国特色的上市“成本”及 A 股上市的方式等常规但又结合中国资本市场的特色因而非常接“地气”的内容外，也对当前 A 股 IPO 的概貌进行了分析。

第二章是“决策”，目的是告知企业在做是否在 A 股 IPO 的决策时需要考虑的因素，包括 A 股 IPO 的法定条件、境内还是境外上市、行业因素对 A 股 IPO 的影响、A 股 IPO 的发行费用、A 股 IPO 涉及的政府部门、A 股上市板块的选择以及股份上市后的锁定期和减持限制等。

第三章是“过程”，详细分析了 A 股 IPO 需要历经的过程。除了确定中介机构与考虑是否引进私募外，还介绍了设立股份公司、制作辅导与申报材料、监管部门审核以及发行与上市四个必经程序。

第四章是“审核”。尽管 IPO 审核历时已经“常态化”，但审核方式还是核准制。而且在严格审核的大背景下，审核通过率在 2017 年还呈下降趋势。在这种情况下，深入理解 A 股 IPO 的三大核心审核理念（实质性审核、风险导向审核、多因素综合考量），并且了解财务审核（详细分析财务审核的“四轮驱动”模型）与非财务事项审核（包括独立性、同业竞争、关联交易、实际控制人、股东与股权、出资与资产以及规范运作七个重要方面）的主要内容和审核思路非常重要。

第五章是“转板”，在分析我国多层次资本市场的基础之上，讲解新三板的挂牌和融资，以及市场最为关心的新三板转板 IPO 的途径、方式和特殊关注事项等。

第六章是“未来”，在分析当前 A 股 IPO 审核机制的矛盾与缺陷的基础之上，分析美国的注册制究竟什么样，也尝试把中国要搞的注册制说清楚。最后分析 A 股实施注册制改革的现实路径和实施注册制改革带来的影响。

写作本书的愿景是希望它成为当前最好的一本以 A 股 IPO 为主题的书，也成为市场切实需要的一本书。为了完成这一任务，本书力求呈现出以下鲜明的特色：

其一，最系统。虽然篇幅不长，但逻辑严密，简明扼要地介绍了 A 股

IPO 的全景。

其二，最干货。我作为一个长期战斗在业务一线的 A 股投行从业人员和对这个行业充满热情的研究与关注者，力求让本书成为一本切合业务实际的用心之作。

其三，最广泛。过去很多以 A 股 IPO 为主题的优秀之作要么太学术，只适用于研究人员与学生，要么太专业，只适用于投行业务人员，而本书的受众面既覆盖包括广大企业家、投资人、投行从业人员在内的资本市场直接参与者，也覆盖对资本市场或者上市融资主体感兴趣的广大读者。

IPO 是一个国家资本市场永恒的重要话题。本书作为一本缘起于市场实际需要的用心之作，希望得到广大读者的喜欢，并且能够持续更新，成为伴随 A 股资本市场成长的“长销书”。

目录 CONTENTS

推荐序一 一个热情专业的人，一本实用认真的书 何小锋

推荐序二 “精品投行”孕育精品图书 李剑波

前 言

第一章 总述 / 1

第一节 上市的本质与好处 / 2

一、上市的本质 / 2

二、上市对拟上市企业的好处 / 3

三、上市对拟上市企业股东的好处 / 5

第二节 上市的约束与中国特色的上市“成本” / 6

一、上市对拟上市企业的约束 / 7

二、上市对拟上市企业大股东的约束 / 8

三、中国特色的上市“成本” / 9

第三节 A股上市的方式 / 11

一、上市的三大方式：IPO、借壳上市、“卖身”上市 / 11

二、借壳上市 / 12

三、“卖身”上市 / 22

第四节 IPO：当前A股资本运作的主风口 / 28

一、A股IPO曾经长期受政策调控影响 / 28

二、从2016年下半年开始，IPO大提速 / 29

三、A股IPO审核实现常态化 / 31

第二章 决策 / 34

第一节 A 股 IPO 的法定条件 / 35

- 一、A 股 IPO 发行条件的体系 / 35
- 二、A 股 IPO 发行条件分析 / 37
- 三、与 A 股 IPO 相关的政策性条件 / 43

第二节 A 股上市与境外上市 / 46

- 一、选择上市地的一般考虑因素 / 46
- 二、境外上市的优势 / 47
- 三、境外上市的劣势 / 50
- 四、选择本土市场，甚至回归 A 股渐成趋势 / 52

第三节 行业因素对 A 股 IPO 的影响 / 54

- 一、法定要求：总体上要求符合国家产业政策 / 54
- 二、在业务实践中对于行业问题的一些经验性判断 / 56
- 三、明确对“四新”企业的政策支持 / 58
- 四、未来展望与建议 / 59

第四节 A 股 IPO 的发行费用 / 60

- 一、需要承担的发行上市费用类型 / 60
- 二、发行上市费用的支付时间与会计核算 / 60
- 三、发行上市费用的数额 / 61
- 四、确定费用数额的建议 / 63

第五节 A 股 IPO 涉及的政府部门 / 63

- 一、与发行人直接相关的政府部门 / 63
- 二、证监会在审核中涉及的政府部门 / 67

第六节 A 股上市板块的选择 / 67

- 一、可供选择的板块 / 67
- 二、企业可以自由选择上市板块 / 68
- 三、进行板块选择时的考虑因素 / 68
- 四、结论与建议 / 74

第七节 IPO 前股东所持股份的锁定期和减持限制 / 74

- 一、IPO 前股东所持股份的锁定期 / 74
- 二、锁定期届满后的减持限制 / 79

三、IPO 国有股转持要求不再执行 / 83

第三章 过程 / 86

第一节 确定中介机构与引进私募 / 87

- 一、选择中介机构 / 87
- 二、引进私募投资基金 / 94

第二节 A 股 IPO 的必经程序 / 101

- 一、设立股份公司 / 101
- 二、辅导与申报材料制作 / 110
- 三、审核 / 122
- 四、发行与上市 / 142

第四章 审核 / 149

第一节 A 股 IPO 的审核理念 / 150

- 一、核心理念之一：实质性审核 / 150
- 二、核心理念之二：风险导向审核 / 151
- 三、核心理念之三：多因素综合考量 / 152

第二节 财务审核 / 153

- 一、财务审核是 IPO 审核的核心 / 153
- 二、IPO 财务审核的“四轮驱动”模型 / 154
- 三、“块头”：具备一定的利润水平 / 155
- 四、“增长”：成长，至少不能下滑 / 163
- 五、“实在”：防范财务操纵 / 169
- 六、“持续”：具备持续盈利能力 / 175

第三节 非财务事项审核 / 189

- 一、独立性 / 189
- 二、同业竞争 / 194
- 三、关联交易 / 202
- 四、实际控制人 / 215
- 五、股东与股权 / 222
- 六、出资与资产 / 232
- 七、规范运作 / 242

第五章 转板 / 264

第一节 我国的多层次资本市场 / 265

- 一、多层次资本市场的概念 / 265
- 二、我国的多层次资本市场 / 265

第二节 新三板挂牌 / 268

- 一、新三板挂牌的基本条件和适用标准 / 268
- 二、金融类企业新三板挂牌的特殊准入标准 / 276
- 三、新三板挂牌的程序 / 280

第三节 新三板挂牌公司股票发行 / 287

- 一、新三板挂牌公司股票发行的特征 / 287
- 二、新三板挂牌公司股票发行的类型 / 287
- 三、新三板挂牌公司股票发行的对象 / 288
- 四、新三板挂牌公司股票发行的程序 / 291
- 五、新三板挂牌公司股票发行中的特殊事项 / 295

第四节 新三板转板 / 299

- 一、新三板挂牌公司转板的途径 / 299
- 二、新三板挂牌公司申报 IPO 审核的两种方式 / 300
- 三、新三板挂牌公司 IPO 审核中的特殊关注事项 / 301

第六章 未来 / 310

第一节 注册制深度分析 / 311

- 一、为什么注册制一定要搞 / 311
- 二、美国的注册制什么样 / 315
- 三、把中国要搞的注册制说清楚 / 326
- 四、A 股注册制改革实施的路径 / 331

第二节 实施注册制对 IPO 的影响 / 344

- 一、对拟 IPO 企业的影响 / 344
- 二、对股权投资机构的影响 / 346

附录 A 股 IPO 相关文件检索地址 / 349

参考文献 / 350

IPO

第一章

总 述

第一节 上市的本质与好处

第二节 上市的约束与中国特色的上市“成本”

第三节 A股上市的方式

第四节 IPO：当前A股资本运作的主风口