

A股上市 实战操作指引I

飞越IPO审核雷区

证券时报 编著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

A 股上市实战操作指引

——飞越 IPO 审核雷区

证券时报 编著

上海交通大学出版社

内 容 提 要

本书是一本关于企业上市实战操作方面的书籍,旨在为企业上市提供可供操作的参考意见和建议,避免企业上市过程中的弯路和坎坷。本书从企业 IPO 前设计融资结构、吸引创投机构、完善商业模式等准备工作开始,对拟上市公司在财务、法律、税务等方面所应注意的事项由浅入深地进行了细致的描述,并从企业上市前景的角度,深入分析了国内 15 个热门行业以及新兴业态上市审核中特别需要注意的问题。另外,还结合具体的经典案例,对一些企业 IPO 被否进行了深度剖析。最后,也为拟上市企业挑选保荐机构提供了一些思路和参考建议。本书通俗易懂、操作性强、实用性强、专业性强,是广大投行、上市公司、拟上市公司、VC/PE 机构、专业人士案头必备的书籍之一。

图书在版编目(CIP)数据

A 股上市实战操作指引:飞越 IPO 审核雷区/《证券时报》编著. —上海:上海交通大学出版社, 2012
ISBN 978-7-313-08095-0

I. ①A… II. ①证… III. ①上市公司—审查—基本知识—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 006854 号

A 股上市实战操作指引

——飞越 IPO 审核雷区

证券时报 编著

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 951 号 邮政编码 200030)

电话: 64071208 出版人: 韩建民

常熟市文化印刷有限公司印刷 全国新华书店经销

开本: 787 mm×960 mm 1/16 印张: 16.25 字数: 253 千字

2012 年 2 月第 1 版 2012 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-313-08095-0/F 定价: 38.00 元

版权所有 侵权必究

告读者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系
联系电话: 0512-52219025



“这是一个伟大的时代。当你在高速公路上飙车时,或者在卧室睡觉时,甚至在玩扑克时,都在为中国股市的发展作着贡献。”

听到这句话时,请不要怀疑你的耳朵,因为中国上市公司的种类正在以子弹飞的速度覆盖各行各业。比如,涪陵榨菜、恒顺醋业、富安娜床垫、中顺洁柔、姚记扑克等,我们日常生活中耳熟能详的品牌都已成功实现了 IPO。

正所谓“三百六十行,行行出状元”。你的公司是那个状元或准状元吗?如果是的话,你就要以百分百的注意力来认真阅读本书,因为这本书可以指引你如何将自己经历千辛万苦创业的公司,成功改造成一个公众上市公司。

就让我们先从本书的第一章讲述起吧!



本书编委会

主 编：温子建

编委会委员：田迎春 周志勇 王金栋 宫云涛

成孝海 张志勇 高峰 朱伟军

于云江 朱 丽

执行主编：宫云涛

执 笔：杨 冬

序 一

近年来,中国资本市场的发展取得了令人瞩目的成绩。2010年,A股融资额突破万亿元大关,居全球之冠;2011年,A股融资额同比虽然有所下降,但在全球资本市场中仍旧非常耀眼。

2011年是中国政府实施“十二五”规划的起点,也是中国新股发行制度改革实施成效最为明显的一年。这一年,新股发行过程中的“三高”现象得到了显著的缓解,市场化的约束力开始显现,投行在新股发行中的作用越来越凸显,资本市场大发展的春天已经到来。

资本市场的大发展离不开经济基本面的支持。改革开放30多年来,我国国民经济得到了飞速发展,人民生活水平显著提高。与此同时,我国工商企业数量也呈现快速发展的势头。据统计,到2010年底,全国工商行政管理机关共登记各类企业1137万户。其中,中小企业超过1100万户。这些都是我国资本市场赖以生存和发展的基础。

虽然我国资本市场经过20多年的发展,取得了举世瞩目的成就,但与成熟市场或发达国家相比,仍然存在一定的差距。目前美国的公司总数为2500多万家,其中上市公司约5.4万家(含OTCBB市场),上市公司家数占比超过2%,而目前我国A股上市公司仅有2200多家,即便加上B股公司及新三板公司,上市公司家数占比仅略高于2‰,我国资本市场发展的潜力广阔。

从企业上市的角度来看,上市不仅壮大、稳固了资本市场,能为国民经济的发展作出更大的贡献,而且对企业自身来说,上市带来的品牌效应、财富效应、人才效应、成本效应是不可估量的。这也是为什么众多企业想要上市、迫切需要上市的原因所在。

尽管如此,还是有很多的企业上不了市,还有很多的企业因为上市被否、资金



紧张等原因,最终退出了历史的舞台。究其原因,企业上市是一门艺术、是一门科学,只有当你学会了这门艺术、掌握了这门科学,你才有可能上市,才有可能迈入资本的大潮,走进资本市场,借助资本市场发展的洪流,壮大自己、完善自己、巩固自己、发展自己。

作为资本市场的主流媒体之一,《证券时报》一直致力于推动中国资本市场的发展为己任,力求在专业化报道的基础上更好地为资本市场各参与主体服务。这也是本书出版的原因。我们希望通过专业、翔实、权威的语言和数据以及众多的经典案例,为投行、上市公司、拟上市公司、VC/PE机构、专业人士等揭开上市审核的神秘感,为企业上市提供可供操作的参考意见和建议,避免企业上市过程中的弯路和坎坷。如能实现上述目的,我们也会倍感欣慰。

本书共分为五个部分:

第一部分,就企业IPO前设计融资结构、吸引创投机构、完善商业模式等准备工作,以及在财务、法律、税务等方面所应注意的事项由浅入深地进行了细致的描述。

第二部分,从企业上市前景的角度,深入分析了国内15个热门行业以及新兴业态,包括节能服务行业、物流行业、软件行业、人力资源服务行业、文化产业、农业、服装行业、连锁业态、光伏产业、智能移动终端及移动互联网产业、城市商业银行、医药行业、互联网行业、有色金属行业和保险中介行业。

第三部分,则为IPO被否案例深度剖析。我们从拟上市企业独立性、主体资格、持续盈利能力和成长性、规范运作、募投项目角度出发,选取了数十家IPO被否案例进行了细致且具独特性的分析。

第四部分,旨在为拟上市企业挑选保荐机构提供思路和参考建议,希望通过这些建议为拟上市企业挑选出一家能够为自身创造价值的保荐机构。

第五部分,为后记,主要描述了本书的编著出版过程,以及向那些曾经在本书出版过程中给予我们帮助的朋友予以致谢。

希望通过阅读《A股上市实战操作指引——飞越IPO审核雷区》这本书,对您的企业进行IPO会有所裨益。但我们更希望,这本书能够点燃您的企业进行IPO的热情。因为,能够亲手将自己千辛万苦创立的企业扶持上市,实在是一件很棒的事情!

《证券时报》社长兼总编辑 温子建

序 二

自 1990 年沪深证券交易所设立以来,我国证券市场不断成长,至目前,沪深两市共有 2 200 余家上市公司,总市值达到 20 多万亿元,随着股市扩容力度不断加大,股市作为国家经济晴雨表的作用日益显现。上市公司是现代企业制度的最高发展形态,上市公司以其制度的优越性在竞争中占据了巨大的优势,越来越多的经济份额正在被上市公司所控制。我国证券市场的开放性和包容性也越来越强,给不同所有制形态、不同行业的企业提供了入市的机会,相信通过 IPO 将自己的企业打造成上市公司是大部分企业家所梦寐以求的奋斗目标。以发审委的审核通过率来看,绝大部分下定决心上市并获得保荐机构保荐的企业都能够获得成功,近几年来发审会一次审核通过率接近 90%,而被否企业经过整改后二次申请的审核通过率更是超过了 95%。以此看来,IPO 并不是那么神秘和不可预期,只要是规范守法经营、经营业绩良好、未来成长性可期、能够获得中介机构认可,大部分企业都是有把握实现上市的。

但是,我们也看到,毕竟还是有少数企业因各种原因功败垂成,泪洒上市征途。研究失败案例,反观自身,查找不足,提前应对,对于准备上市的企业是必要的功课,对于各类投资者和中介机构来说,也是很有学习价值的。从这个意义上讲,《证券时报》编著的《A 股上市实战操作指引——飞越 IPO 审核雷区》一书的出版,意义不可小觑。

对准备上市的企业来说,或许正在考虑如何引进战略投资者以增强企业的竞争力,或许正在忙于实际经营而并不清楚如何进行 IPO,或许正在迷惘不知如何判断自身现状与 IPO 要求有多远的距离,或许正在对如何改进和完善以弥补与上市各方面条件的差距而措手无策。本书从拟上市企业的角度,全方位地介绍了在 IPO 前期企业如何选择上市、如何吸引私募创投提升公司的竞争力、如何选择优秀的保荐机构等内容。此外,本书还选取了众多近年来企业 IPO 的典型案例,其中有闯关成功的,也有闯关失败的,通过对相关案例的解析,一方面帮助经营者认识规范经



管对企业的重要性,另一方面对企业上市过程中遇到的技术问题进行了由表及里、由简单到复杂的剖析。因此,对准备上市的企业来说,这是一本非常实用的书。

对各类投资者来说,或许正在为如何从众多良莠不齐的拟上市企业中选择投资标的而发愁,或许正在对如何甄别拟上市企业的行业亮点和竞争优势而烦恼,或许不了解所投资企业已经踏入了审核雷区。作为一名理性的投资者,在对拟上市企业进行估值的时候,不仅要考虑企业的盈利性和成长性,而且需要通过判断企业尚存在的问题是否有解决的途径,以判断该项目的投资风险。本书既展示了优秀项目是如何运作的,又揭示了被否上市的深层次原因及潜在的解决方案。此外,本书还总结了监管部门所关注的财务、法律和涉税雷区。投资者通过学习可以培养投资眼光,更清晰地发现项目的亮点和风险点,做到知己知彼。从这个角度来说,本书可以作为一本投资参考书籍。

对保荐机构等中介机构来说,本书通过解析企业上市的运作过程,梳理了其在上市过程中遇到的常见问题,并在此基础上对产生问题的根源、审核部门关注的重点以及解决问题的思路 and 对策进行深入剖析。这些解决问题的思路 and 对策,对于保荐机构、律师事务所、会计师事务所等中介机构专业人员在实践中的操作,也提供了有益的借鉴和启示。而从证监会的监管理念来说,也正在逐步将责任下放至中介机构。比如,证监会近期制定的《关于保荐项目尽职调查情况问核程序的审核指引》,在发行审核过程中增加“问核程序”,以进一步落实保荐责任。这有助于消除中介机构和企业的侥幸心理,进一步明确保荐机构等市场主体从外部在工作标准上要与审核要求保持相一致。在这种大背景下,中介机构加强执业能力、提高执业操守越来越重要。从这个意义来说,认真学习,帮助企业飞越 IPO 审核雷区,是中介机构的首要之责。

本书不仅深入浅出地解析了 IPO 的审核要点,也对前一阶段的发行保荐工作经验进行了适时归纳和总结,无论对于发行人、投资者还是发行中介机构都有较高的参考价值。仔细研读本书的案例,学习相关的处理方法,对市场各参与主体来说都是相当有益的。面对日益复杂的市场环境,不断学习和提高,才能帮助我们飞越各种雷区,也是我们最好的生存和取胜之道。

目 录

序 一	证券时报社长兼总编辑 温子建	1
序 二	广发证券总裁 林治海	1

第一辑 奔向 IPO,你准备好了吗?

CHAPTER1	全角度透视 A 股 IPO	3
CHAPTER2	你为什么要 IPO?	13
CHAPTER3	IPO 上市地: 境内还是境外?	20
CHAPTER4	IPO 前的私募: 怎样吸引创投?	33
CHAPTER5	不要被对赌协议绑架	41
CHAPTER6	IPO 润滑剂: 你的商业模式能否被认可?	49
CHAPTER7	财务雷区,危险!	57
CHAPTER8	法律雷区,警惕!	71
CHAPTER9	涉税雷区,谨慎!	80

第二辑 十五大行业企业上市前景深度透视

CHAPTER1	节能服务企业命系融资能力 大客户依赖成硬伤	85
CHAPTER2	物流业盈利模式飘渺 三层外衣须脱掉	89
CHAPTER3	软件企业负债率过低 募投必要性存疑	93

CHAPTER4	小行业大市场 人力资源服务企业羽翼待丰	97
CHAPTER5	文化类企业 IPO 急行军 规范运作有待加强	101
CHAPTER6	涉农企业规模化加速 财务风险须警惕	105
CHAPTER7	服装企业 IPO 前仆后继 存货周转率需提升	109
CHAPTER8	连锁业态扩张迅猛 持续盈利能力受关注	113
CHAPTER9	光伏企业产能严重过剩 持续盈利能力存疑	117
CHAPTER10	智能移动终端产业链暴利持续性待考	121
CHAPTER11	城市商业银行异地扩张受限 募投必要性存疑	126
CHAPTER12	医药企业商业贿赂饱受诟病	127
CHAPTER13	互联网企业商业模式和成长性被关注更多	129
CHAPTER14	有色金属企业应将安全生产放在第一位	132
CHAPTER15	保险中介 IPO 遭遇五大难题	134

第三辑 IPO 被否案例分析

CHAPTER1	独立性缺陷成最大杀手	139
CHAPTER2	先天性不足——主体资格存在瑕疵	162
CHAPTER3	后天性失败——持续盈利能力和成长性不足	180
CHAPTER4	“做个好人”——规范运作成 IPO 被否主因	201
CHAPTER5	募投项目前景堪忧——不要为圈钱而上市	211

第四辑 拟上市企业挑选保荐机构的“七条军规”

CHAPTER1	保荐机构的专业性决定 IPO 成败	235
CHAPTER2	东海证券：打造国内最具竞争力的保荐机构	241

后 记	246
-----------	-----



第一辑

奔向 IPO,你准备好了吗?

CHAPTER1 全角度透视 A 股 IPO

1.1 火爆的 A 股 IPO

随着近年来 A 股中小板和创业板的快速扩容, IPO 成为时下最时髦的财经词汇。

数据可以充分说明近年来国内 IPO 的火爆情形。据《证券时报》统计, 2008 年 A 股共有 77 家企业成功实现 IPO; 2009 年 A 股共有 99 家企业成功实现 IPO; 2010 年 A 股共有 347 家企业成功实现 IPO, 占全球全年 IPO 家数达 25%, 其中: 选择在上海证券交易所挂牌的企业有 26 家, 选择在深圳证券交易所挂牌的企业有 321 家。

另据统计, 2010 年全年我国 IPO 融资额接近 5 000 亿元, 全年包括 IPO 和再融资在内的股票融资额则高达 9 500 亿元, 相当于全年新增银行人民币贷款的 12% 左右, 创下历史新高。

IPO 市场的火爆与政策的支持密不可分。2011 年 1 月份, 中国证券监督管理委员会(简称证监会)主席尚福林在全国证券期货监管工作会议上明确提出, 要提高直接融资在社会总融资额的比重。可以预见, 作为企业直接融资的重要形式之一, IPO 融资额未来一段时间内仍将保持较快增长。

当你读到上述数据时, 也许你会暗自憧憬自己公司成功实现 IPO 的那一刻, 但需要提醒的是, 你的公司未必符合《首次公开发行股票并上市管理办法》或《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》, 从而无法通过 IPO 审核。

据《证券时报》统计, 2008 年, 中国证监会发行审核委员会共审核了 116 家企业的 IPO 申请, 表决通过 96 家, 否决 20 家, 过会率(审核通过率)为 82.76%。2009 年, 中国证监会发行审核委员会共审核 123 家企业 IPO 申请, 表决通过 110



家, 否决 13 家, 过会率为 89.43%; 创业板发行审核委员会共审核 74 家企业 IPO 申请, 通过 59 家, 否决 15 家, 过会率为 79.73%。2010 年, 主板加中小板过会率为 83.6%, 创业板发行审核委员会共审核 170 家企业 IPO 申请, 通过 155 家, 否决 25 家, 过会率为 91.18%。详见表 1:

表 1 2008~2009 年 IPO 申请情况

年 度	表决通过家数		否 决 家 数		过 会 率	
	主板和 中小板	创业板	主板和 中小板	创业板	主板和 中小板(%)	创业板 (%)
2008	96	—	20	—	82.76	—
2009	110	59	13	15	89.43	79.73
2010	—	155	—	25	83.6	91.18

数据来源:《证券时报》。

如果仅仅对近 3 年 IPO 过会率曲线进行判断, 我们无法直接得出监管层正在将 IPO 审核力度加大的结论。但从近年来的监管政策动态中, 却可以看出监管层对 IPO 审核标准愈来愈从严把握。比如, 监管层近年来逐渐加大对企业造假上市的处罚力度。

这就要求拟上市企业非但要符合相关的上市标准, 而且企业自身的历史沿革、股权关系、关联交易、专利技术、土地使用权、财务、纳税、法律等方面不能出现丝毫瑕疵, 因为这些瑕疵极有可能对你的公司上市构成实质性的障碍。

1.2 了解 IPO

IPO 的英文全称是 Initial Public Offerings, 中文的含义是首次公开发行股份(股票)。

关于股票的起源, 我们需要将历史的镜头定格在 1602 年的荷兰。彼时其作为殖民时期欧洲最强大国家之一, 为了向东方进行资源性掠夺和垄断性贸易, 成立了臭名昭著的荷兰东印度公司, 荷兰政府以殖民特许权等国家权利折价 25 000 荷兰盾入股, 而该公司更多的资本则是从社会公开融资而得。由于资本存在“滚雪球”



的本能需求,荷兰东印度公司在创立后的 10 年内未对股东进行过任何分红,在此期间,荷兰为了使自己所持东印度公司股份能够流通,创造了世界历史上第一个证券交易所——阿姆斯特丹交易所。人们通过股票经纪人(Stockbroker)在证券交易所可以自由地转让私有股权,并按市场化定价交易股票。

从股票的起源历史中,我们可以观察到 IPO 的两个重要程序的原始状态,也就是募资和定价。很简单,荷兰东印度公司成立的目标就是进行掠夺性贸易,这种生意隐含的暴利机会很快吸引了包括当时阿姆斯特丹市长仆人在内的社会各阶层人士的投资兴趣,这是公司成功募集资金的重要原因。而当荷兰东印度公司在随后的运营中将人们预期的暴利机会逐渐变为现实,市场的定价功能开始发挥作用,当股票定价合理时,即股票定价水平反映荷兰东印度公司的盈利水平和能力时,股票交易才会成功或活跃;当股票定价不合理时,即股票定价水平不能合理反映荷兰东印度公司的盈利水平和能力时,股票交易就不能达成。

在现代企业的 IPO 进程中,募资和定价同样是非常核心的环节,我们可以将之描述为“募资是结果,定价是过程”。现代企业无论在哪里上市,都必须提前做大量的路演推荐工作,以方便潜在投资者充分了解企业的经营、财务、盈利能力、行业排名甚至竞争对手的详细情况,最终在综合潜在投资者报价的基础上确定最终发行价格。这个发行价格要充分体现出投资者对企业发展前景的心理预期;否则,如果发行定价过高,企业或将面临 IPO 发行失败的巨大风险。

1.3 IPO 与借壳上市孰优孰劣

在此需要指出的是,IPO 只是企业上市的途径之一,通过借壳方式上市也较为流行。不过,多数有上市愿望的企业更愿意采取 IPO 的方式进行上市,国内企业通过 IPO 方式上市也较为普遍。

但事实上,IPO 与借壳两种上市方式各有优劣。IPO 的优点在于可以帮助企业一次性募集大量资金以支持企业发展,而且获得这种资金只需要支付承销保荐费、会计师费用、律师费用、资产评估费用、财经公关费用、路演推荐费用、上市酒会费用、信息披露费用等相对较少的费用,而且根据规定,除财经公关费用、路演推荐费用、上市酒会费用以外,其他上市费用均可从 IPO 融资额中一次性扣除;而借壳



上市方式则不能直接募得资金,只能通过后续再融资满足资金需求。此外,企业通过 IPO 方式上市能够相对较少地受二级市场波动的影响,因为目前在国内新股发行定价是由企业每股收益乘以发行市盈率确定,除了发行市盈率受二级市场影响较大外,企业的静态每股收益(企业申报 IPO 材料上一年度期末每股收益)是固定的,因此在 A 股市场上很少有 IPO 发行失败的案例出现。

当然,企业选择 IPO 方式上市也具有一定的缺点。例如,IPO 对于企业财务状况、公司治理、历史沿革等方面要求较为严格,而且 IPO 的审核程序较为复杂。例如,企业涉及环保问题的,要取得省、部两级环保主管部门的审批文件;涉及土地、专利技术等方面的问题,同样要取得相关主管部门的审批文件。此外,IPO 的前期准备也较长,一般来说从企业改制、辅导、申报材料、上会审核直至挂牌上市,需要 2 年时间,一些自身情况复杂的企业上市准备期甚至要更长。在 IPO 审核阶段,由于申报 IPO 材料的企业较多,排队等待审核的时间较长,审核的标准也较为严格。

借壳上市是指收购方以其资产认购目标公司定向增发的股份,向目标公司注入资产并获得控股权从而实现翻牌上市。一些 IPO 受到限制的企业往往会采取此种方式上市。借壳上市方式最大的优点在于审核程序较为简单,而且审核通过率较高。在 IPO 审核中,需要经过预审员审核程序、预审会(部务会)审核程序和发审委审核程序,但借壳上市的审核程序则相对简单。另据《证券时报》统计,2007 年 1 月~2010 年 11 月,证监会并购重组委员会共审核了 231 家上市公司的重大资产重组方案,其中 207 家公司获得有条件通过,仅有 24 家未通过审核,通过率达 89.61%。此外,企业通过借壳方式实现上市的时间较短,一般为 1~1 年半的时间。

不过,借壳上市方式也存在明显的缺点,体现在整个借壳过程不确定因素较多。比如,在选择壳资源时,可能无法彻底洞悉目标壳公司的真实财务状况,壳公司可能存在担保、诉讼、税务纠纷等重大未披露或有负债,这些或有负债极有可能将收购方拖入“财务黑洞”的深渊;又如,收购方在与目标上市公司达成收购协议阶段,可能会因目标公司控股股东、地方政府的态度变化令收购计划泡汤;再如,在并购重组价格确定阶段,根据《上市公司非公开发行股票实施细则》规定,定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行的首日,定向增发价格则取定价基准日前 20 个交易日均价的 90%作为底价,如