

# 政策再收紧，IPO上市“开口子”与次优替代

两个半月前，证监会在就IPO节奏相关问题表态时曾提到，将加强一二级市场的逆周期调节，更好地促进一二级市场协调平衡发展，市场会感受到这种变化。

彼时，许多投行保代和企业未曾设想感受如此之强，以致其中的许多人如今不得不“识时务者为俊杰”，大调既定规划。

除了大消费类企业上市受限，创业板、主板对净利润要求提升，科创板、创业板属性要求趋严以外，记者从投行保代处了解到，近期IPO又出现多项新特点。

首先，科技类企业仍享优待。一方面，具备硬科技属性、营业收入增长的亏损企业被“开口子”，仍可继续推进科创板上市进程。另一方面，具有一定科技属性但不足以登陆科创板的的企业，正处于上市窗口期的北交所为其敞开大门。

其次，从行业来看，自动驾驶、氢能、光伏、储能、人工智能五大行业企业能否上市，潜在标准达成。人工智能要想上市需要商业化落地，其他四类上市并非禁止但短期都不被鼓励。

再者，沪深交易所IPO节奏恢复如常或需要等待二级市场投资者信心持续性稳定。北上北交所、南下港交所、并购重组，成为投行、企业、VC/PE当前的替代性方案。

## 开口子

日前，证监会在学习贯彻中央金融工作会议精神时提到，要更加精准有力支持高水平科技自立自强，建立健全针对性支持机制，引导私募股权投资基金投早投小投科技。

在受访人士看来，私募股权投资基金敢于投早投小投科技的重要前提是能够拥有稳定的退出渠道。换句话说，给予科技类企业稳定且更大的IPO上市包容度，使其财务投资人拥有更为乐观的退出前景，VC/PE才能敢于更多投资科技。

自8月27日以来，证监会持续收紧IPO，科技类企业上市之路难免受到波及。亏损企业不得上市、第五套标准暂停，一直在业内流传。

不过，根据受访保代介绍，目前，硬科技企业正在一定程度上被“开口子”，IPO标准相对更为宽松。

首先，第五套标准只是暂时停摆，而非长期停止。短期来看，尚未受理的企业不再受理，已经受理的企业不再继续推进上市进程，但一般也不会被“劝退”，撤材料的此类企业更多是不愿继续“未知的等待”，而主动退出另寻他径。

其次，亏损企业、利润下降的科技类企业并非完全不能上市，只是上市要求更为严格。

非科技类企业无法通过科创板上市，出现亏损自然上市免谈；如果利润下降，不严重的，一般需要等待新一年财务数据出炉后再论，严重的则被直接“劝退”。

硬科技企业不然，用保代的话说“利润可以下降，但收入要增长”。如果硬科技企业市场前景明朗、技术行业领先、收入有所增长，因为研发投入大而导致利润下降乃至亏损，如果亏损程度不高仍然可以继续上市之路。不过，亏损的企业要想上市，科技属性必须够硬、技术壁垒也要足够高，符合这一要求的企业并不多。



受此影响，投行保代也在调整对科技类企业的储备标准。“以前，科技企业预计未来5年能够盈利我们会跟，现在未来3年盈利才会考虑。以前技术领先就会储备，现在要求技术必须具有‘护城河’，技术先进但复制难度不大的企业不再作为科创板储备项目。”某头部券商保代告诉记者。

再者，对于更多具备一定科技属性，但由于科技属性不够硬、利润不够高等因素而短期无缘科创板的科技企业，北交所正在为其敞开大门。

“北交所正处于上市窗口期，窗口期预计可达一年左右，科技企业是颇受欢迎的企业类型。”受访保代直言，具有较强“专精特新”属性的企业，即使利润下降乃至亏损，仍然存在北交所IPO可能，只是相较于盈利企业和利润增长企业审核更为严格。

根据上述保代统计，北交所目前已上市企业的年平均利润在400万元左右。“专精特新”属性一般的企业，若想成功北交所IPO，净利润达3000万元比较靠谱。

# 风控指标迎优化 头部券商资金效率有望提升

由于近年来券商重资本业务快速发展，资本需求倍增，再融资频繁，而部分券商杠杆率偏低，制约了净资产收益率的提升，部分券商四项核心风控指标已临近“预警线”。

近日，证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见，重点关注券商做市、资管、参与公募REITs等业务风险资本准备计算优化，以及强化分类监管背景下拓展优质券商资本空间等。

## 提升风控指标有效性

当前，以净资本为核心的风控指标体系，在促进券商加强流动性风险管理，保持业务规模与资本实力相匹配方面发挥着重要作用。

中证协最新数据显示，上半年，券商持续夯实资本实力，行业风险管控能力不断增强。截至上半年末，行业净资本为213万亿元，较上年末增长209%。行业平均风险覆盖率为2549%（监管标准≥100%），平均资本杠杆率为1884%（监管标准≥8%），平均流动性风险覆盖率为231.44%（监管标准≥100%），平均净稳定资金率为150.11%（监管标准≥100%），141家券商风控指标均优于监管标准，合规风控水平健康稳定。

11月3日，证监会对《证券公司风险控制指标计算标准规定》（以下简称“计算标准”）进行了修订并向社会公开征求意见，进一步发挥风险控制指标的“指挥棒”作用。

本次《计算标准》修订主要体现三方面的监管导向，一是促进功能发挥，突出服务实体经济主责主业；二是强化分类监管，拓展优质券商资本空间；三是突出风险管理，切实提升风控指标的有效性。

国联证券非银分析师刘雨辰表示，本次《计算标准》修订回应了8月份证监会提出的“优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率”，对于连续三年AA级券商和连续三年A类券商给予更优惠的风险资本准备和表内外资产的调整系数，有利于上述两类券商进一步扩充业务规模、提高杠杆水平。

“本次《计算标准》修订主要针对资质较好的优质券商，给予优质券商加杠杆的空间，有助于优质券商进一步提升杠杆率及ROE（净资产收益率）。”一位不愿具名的券商人士向记者补充道。国泰君安非银金融首席分析师刘欣琦预计，针对性优化放宽做市、资管和公募REITs等业务风控指标计量，有助于券商加快发展相关业务；分类评价结果居前的优质券商则有望破除当前



的净稳定资金率、资本杠杆率等风控指标瓶颈，进一步提升杠杆水平、提振ROE，加快机构与资管业务发展。

## 拓展优质券商资本空间

随着业务结构的重资产化，不少头部券商风控指标已接近“预警线”，此前的净资本指标体系限制了部分头部券商的杠杆运用能力，这也导致其只能通过再融资以提升合规风控对业务发展的约束和支撑能力。不过，近年来频繁的再融资也进一步压制了券商的ROE及估值水平。

从单家公司的风控能力来看，上半年末，中国银河、申万宏源、中金公司、广发证券、招商证券、东方证券、中信建投、华泰证券的资本杠杆率分别为1082%、1092%、117%、1214%、1326%、1345%、1382%、1424%，该指标预警线为96%。中信证券、申万宏源、中国银河、国泰君安、华泰证券、中信建投、中金公司、招商证券等多家券商的净稳定资金率均在130%附近，该指标预警线为120%。天风证券的风险覆盖率为12013%，该指标预警线为120%。中信证券、方正证券的

## 更严限制

硬科技企业被“开口子”，另外一些行业则被更严限制。

根据受访保代透露，除了大消费类企业上市难度颇大以外，目前人工智能、光伏、储能、自动驾驶、氢能同样受限，这也是业内流传的科创板属性要求更为严格的重要原因。

具体来看，人工智能在上述五类企业中上市前景相对乐观，如果具备商业落地能力仍然可以上市。

“人工智能投入很高，如果商业落地前景不明朗而上市，上市后持续亏损的可能性较大。人工智能类企业只允许具备商业落地能力者上市，一定程度上是对投资者的保护。”受访保代表示。

光伏、储能类企业上市不被鼓励，主要原因在于行业太乱。

“目前正处于群雄逐鹿时代，宛如上世纪九十年代的互联网，不知道谁能活到最后，老大老二消失也不足为奇。”保代直言，“行业没问题，但现在不是上市好时机；开放上市就是一窝蜂，必然有不少企业将来会死掉。上市缓一缓，让企业们跑一

## 次优替代

沪深交易所IPO节奏性收紧，诸多企业、保代、VC/PE的原有计划被打断，不得不寻找替代方案。综合受访人士分析，北交所、港交所、并购重组，是目前较为普遍的选择方向。

首先，北上北交所，在三者之中推荐力度最大、选择者也更多。

一方面，政府主动给企业打电话，劝说其考虑北交所。不少地区，企业成功登陆北交所可以获得额外政策补贴。佛山南海区、福建泉州市、西安市的最高补贴金额分别高达1500万元、1300万元和1000万元。

另一方面，一些过去将主要精力放在沪深交易所的保代，迫于创收压力将重心向北交所转移。

记者获悉，一位过去以科创板、主板IPO为展业重点的保代，最近开始主攻“专精特新”项目，“做一个大的科创板项目，可以为公司带来近1亿元的创收，一个北交所项目的收入大多在一两千万。尽管二者收入差距悬殊，但在沪深交易所IPO节奏收紧的当下，敞开上市大门的北交所值得投入更多精力，量多取胜。”

为了获得更多IPO收入，该保代开始劝说沪深交易所短期上市无望的企业转道北交所。在政府和保代的双重建议下，考虑北交所的企业越来越多。尤其是沪深交易所上市进程终止，又具备“专精特新”属性的企业，北交所一定程度上成为此类企业的“救命稻草”。

其次，南下港交所成为以大消费类企业为代

跑，真正能够跑出来、有望成为稳定行业龙头的光伏、储能企业，未来一定会被允许上市。”

自动驾驶和氢能企业上市受阻，则因盈利模式不成熟。此类行业比光伏、储能更早一步，需要更长时间观察落地能力。

“理论而言，自动驾驶当然前景可观，但如今半自动驾驶还时不时出事儿，自动驾驶何时实现谁能说得准？氢能与之类似，理论前景乐观，何时落地未知，因而在IPO节奏收紧之下需要暂时停一停，等待更为清晰的落地前景。”保代分析道。

在多位受访人士看来，适当限制上市行业IPO，尽管对相关企业来说颇为艰难，但对于资本市场和二级市场投资者来说并不是坏事。

一方面，在当前A股相对低迷时期，对于商业落地前景欠佳和谁能“跑出来”难以分辨的行业，暂缓其上市进程，一定程度上是特殊时期的资本市场保护之举。另一方面，注册制并非什么企业都能上，需要相对明确的“红绿灯”制度，以保持制度的连贯性，让企业、投行、财务投资人吃下“定心丸”。

表的部分企业的共同选择。北交所尽管正处于上市窗口期，但板块属性要求较为严格。IPO上市节奏收紧后沪深交易所上市无望，又与“专精特新”不沾边的企业若想上市，只能选择A股之外的资本市场，上市难度相对更小的港股成为首选之地。

再者，除IPO以外，并购重组是资本退出的另一渠道。根据投行人士介绍，由于并购重组时间大多为3-6个月，明显短于IPO，而且目前并购重组估值一般为十几倍，略低于北交所IPO。因而，一些急于退出的VC/PE，劝说其所投企业选择并购重组，以尽快实现资本变现。

一位专注于并购重组的投行人士告诉记者，其近来感到并购重组业务市场景气度明显提升。“一定程度上，IPO与并购重组呈反向关系。当IPO收紧、上市难度增大时，并购重组的春天便会随之到来。”

并购重组亦是目前政策鼓励的方向之一。证监会在日前召开的学习贯彻中央金融工作会议精神相关会议上即提到，要大力推动提高上市公司质量，优化再融资和并购重组机制。

证监会8月18日出台的系列政策组合拳中更是明确，并购重组是优化资源配置、激发市场活力的重要途径。下一步，证监会将坚持问题导向，顺应市场需求，深化并购重组市场化改革。措施之一为，推动央企加大上市公司并购重组整合力度，将优质资产通过并购重组渠道注入上市公司，进一步提高上市公司质量。 供稿：《21世纪经济报道》

# 港股“台风不停市”有望6个月内落实

港股似乎很容易受到台风天影响。根据目前相关安排，在恶劣天气下的港股会停止交易，包括沪深港通北向交易及衍生品市场。

11月6日，香港特区财经事务及库务局局长许正宇表示，就维持在恶劣天气下交易、优化交易机制等，港交所和香港证监会现正积极研究具体方案，期望在6个月内落实或征询市场意见。

据悉，今年香港财政预算案提出，探索在恶劣天气下港股继续运作的安排，监管机构和业界已组成工作小组讨论“台风不停市”安排。

港交所回应称，正积极与香港特区政府和监管机构研究市场在恶劣天气下继续运作的安排，确保人员的安全仍是港交所最重要的考虑，如有最新进展，港交所将适时向市场公布。

据记者从相关知情人士处获悉，目前工作小组成员由港交所、香港证监会及本地金融机构组成，正在起草允许在台风暴雨期间正常交易的计划，以跟进香港特区政府2月份在财政预算案提出的相关倡议。但关于“台风不停市”的规划安排几个月来缺乏明显进展。9月份台风天加上暴雨，导致港股市场连续两个周五休市，因天气停市的问题变得更为紧迫。

事实上，今年5月11日，港交所准备提议在台风期间继续交易，摒弃多年来一遇到台风就暂停交易的传统做法。

2023年2月份，香港财政司司长陈茂波在一次预算演讲中表示，交易所官员正在探索如何在恶劣天气下保持香港股票市场正常运作。鉴于香港经常遭遇热带气旋的袭击，一年大约会有数次因台风暂停交易。香港证监会发言人表示，“允许恶劣天气下正常交易的倡议整体有益于香港”，香港交易所正在评估有关安排。

历史上，港股多次因恶劣天气而休市。比如2020年的台风“海高斯”、2019年的台风“韦帕”、2017年的台风“苗柏”等登陆香港时，港交所均做休市一天或者半天的处理。

相比之下，A股似乎从未受恶劣天气影响而休市。那么，港股为什么这么“任性又娇气”？记者向在港多位券商人士了解到，虽然香港是国际金融中心，但是香港的股票交易系统并没有内地发达，事实上很多老一辈投资者要靠打电话下单。一旦停电或通信信号出了问题，就会给投资者造成损失，有违市场公平。另外，恶劣天气下，证券从业人员和投资者往来交易所的途中安全也难有保障，索性休市防范风险。纵观全球，港股、台股、美股都曾有因异常天气特别是台风而休市的前例。

从港交所上半年交易费及交易系统使用费数据显示，以期内现货、期货市场交易日数120日和129日计算，港股一日交易费相关收入可达2174万港元，停市两日就意味着损失4300多万港元交易费用，这还尚未计算结算系统收费的影响。 据《证券时报》