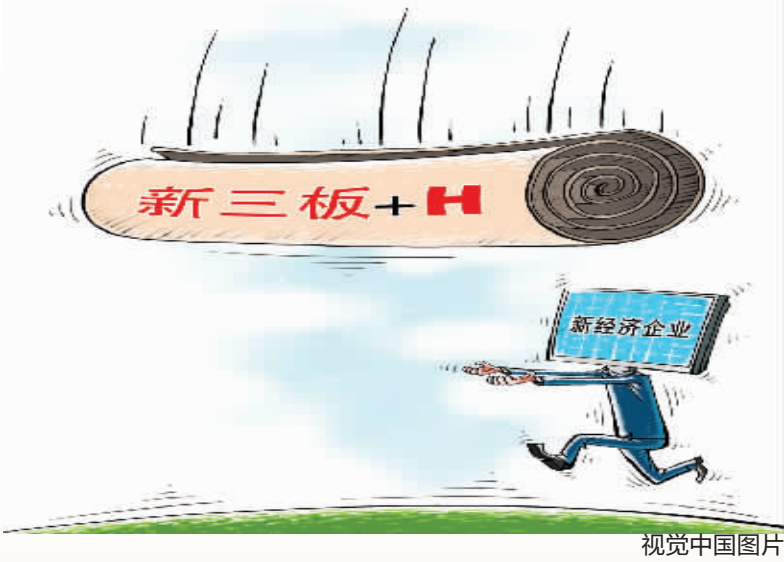


新股破发率居高不下

# 新三板公司赴港上市需谨慎

□本报实习记者 胡雨



视觉中国图片

## 上市首日破发

12月12日，新三板公司汇量股份子公司汇量科技在港交所上市，开创了新三板公司或其子公司在港股上市先例。当日开盘不久，该公司股价即开始下跌，最终收于每股3.99港元，跌破了每股4港元的发行价。

公司披露的股权结构显示，汇量股份通过其在英属维尔京群岛注册的全资子公司间接持有汇量科技94%股份，为控股股东；汇量科技是汇量股份核心资产之一，2017年为母公司贡献了80%的营业收入及6.38%的净利润。汇量股份2015年11月挂牌新三板。2018年1月，公司以“资本市场长期战

略发展规划需要”为由，申请从新三板摘牌，但最终遭股东大会否决。随后，公司将子公司汇量科技拆分成来单独上市，前后用时尚不足半年。

资料显示，汇量科技主要为全球移动应用开发者提供广告及移动分析服务。此次计划发行股份约3.19亿股，募资所得净额约12.06亿港元，将用于提升公司在大数据、AI技术及IT基础设施方面的实力，并提升及改善移动广告及移动分析平台的服务等。

或是受子公司港股上市表现不佳的影响，汇量股份12月17日复牌当日股价腰斩，最终收于9.99元/股，较停牌

前下跌50.05%，全天交易额不足1万元。此前公司因重大事项股票自2017年6月19日起暂停转让，停牌前股价报20元/股。

事实上，今年以来港股市场新股破发率居高不下。安信证券新三板研究负责人诸海滨统计指出，若定义港股上市首日最低价跌破发行价以及上市一个月以内的区间最低价跌破发行价为“破发”，则港股2018年前三季度新股上市首日破发率达51%，而上市后1个月内破发率达81%。

毕马威近日称，预计今年香港IPO市场将登顶全球首位，全年募资额预

计将达3000亿港元。诸海滨认为，总体而言，2018年前三季度港股市场和内地资本市场的IPO政策均围绕支持“新经济”企业上市的基调，新经济企业在香港新股市场占有重要角色。但供给增加之下，新股破发率大幅上升。

联讯证券新三板研究组组长彭海指出，由于流动性较差，目前新三板自身估值体系不够健全，投资者比较关注港股对新三板公司估值的影响。“‘新三板+H股’两地市场价格可以作一个对比和参考，对新三板挂牌企业的估值作用，预计不同公司影响程度不一。”

## 赴港上市升温

2018年4月，全国股转公司与港交所签署合作备忘录，鼓励符合条件的挂牌公司到港交所上市；4月底，港交所修订上市规则，允许符合条件尚未盈利的生物科技公司来港上市；此后，新三板公司赴港上市逐渐升温。

12月17日，君实生物披露公告称，本次发行境外上市外资股（H股）预计于2018年12月24日在港交所挂牌并上市。这可能成为继汇量科技之后首家以“新三板+H股”模式登陆港股的挂牌公司。此次君实生物拟发行1.59亿股，价格区间初步确定为每股19.38港元至20.38港元，募集资金在扣除发行费用后将用于药物研发、境内外投资并购、推动业务发展以及一般公司用途等。

资料显示，君实生物主营业务为单克隆抗体药物的研发与产业化，产品管线包括13项在研生物药品。随着新药研发进程不断推进，公司研发支出水涨船高。2016年、2017年、2018年上半年，公司研发支出分别为1.22亿元、2.75亿元、2.18亿元，同期净利润分别亏损1.32亿元、3.21亿元、2.73亿元。

上市进程方面，5月22日董事会审议通过相关议案到预计12月24日上市，君实生物此次计划登陆港股前后用时仅7个多月。从上市路径看，君实生物采取保持新三板挂牌同时在港股发行H股的“新三板+H”模式。这是目前新三板公司计划赴港上市的主流方式。汇量股份采取的是搭建境外股

权结构利用“红筹模式”；另有部分新三板公司选择先摘牌，再向港交所递交上市申请，包括华图教育、豆盟科技、华图教育等。

统计数据显示，目前12家挂牌公司表达了在港上市的意向。其中，盛世大联、成大生物、赛特斯等公司的IPO申请资料已获港交所受理，盛世大联、成大生物发行H股申请分别于12月17日、11月23日获证监会批复同意；已摘牌的新东方网于11月18日披露通过上市聆讯后的招股书。这些公司多集中于生物医药、教育、互联网等新经济领域。最新一家披露上意见的企业是爱酷游。12月12日，公司公告拟申请在港交所主板挂牌上市。该公司主要从事移动端应用软件的开发、渠道销售

及其他增值服务。

东北证券研究总监付立春认为，相比新三板市场，港交所融资功能、定价功能、交易功能等方面整体更强，其国际化证券交易所的定位有助于企业提升自身形象，拓展海外业务，对投资机构而言也是一条可行的退出渠道。预计新三板企业赴港上市趋势将延续。

某挂牌公司高管指出，今年以来，新三板优质公司密集计划赴港上市，背后一层因素是新三板制度改革预期频繁落空。留在新三板难以享受足够政策红利，同时还要承担不小成本。“新三板精选层尚未落地，叠加流动性不佳，同时机构股东面临退出难题。”

## 认清市场差异

业绩方面，多数计划在港股上市的新三板公司盈利能力较强。业内人士指出，考虑港股与内地资本市场存在较大差异，企业是否适合在港上市需谨慎判断。

首先是上市费用较高。彭海指出，港股上市发行费用主要包括中介机构费用、发行与交易所费用和推广辅助费用。其中，中介机构费用占比最大，占总费用九成以上。“净利润足够支付IPO费用，并保证企业正常的运转的公司在新三板市场并不常见。赴港股上市对于大多数新三板企业而言，是一项风险较高的选择。”

一位熟悉港股的市场人士透露，拟在港上市公司需聘请至少1至2家券商作为保荐机构及承销机构（二者可为一家），至少1家会计师事务所负责审计，至少2家境内律所、2家境外律所。其中，券商保荐费用约在300万元至500万元，审计费用大约需要300万元，境内律所费用在150万元左右，境外律所费用可高达100万美元。此外，承销费用一般占到募集资金总额4%左右，所有费用需按照审计及上市时间节点分批支付。“体量越大成本越高。”

其次是审核流程方面的问题。目前港股实行注册制，而内地资本市场

实行审批制。对于采取“新三板+H股”模式的公司而言，在港股发行股票要通过港交所聆讯，并向中国证监会提交发行境外上市外资股的申请，能否尽快获得证监会批复对于在港上市至关重要。此次汇量科技之所以能抢先上市，中科沃土董事长朱为绎指出，因为其采取了“红筹模式”，而君实生物、成大生物等都是通过发行H股方式登陆港股，需要证监会审批，因此所费时间较长。

流动性是企业登陆港股后需要面临的另一大难题。部分新三板公司计划在港上市，原因之一便是新三板市

场流动性不佳，寄希望在港上市提升估值，并让老股东顺利退出。但在彭海看来，港股市场机构投资者占比高，注重公司的实质业绩以及成长性，一般以中长线持有为主，港股股票换手率远远低于A股市场水平。

前述市场人士指出，若本身质地优良，这些公司赴港上市后流动性有一定保证；若发展后劲不足，一旦出现业绩滑坡或不能兑现业绩承诺，可能遭到投资机构猛烈抛售，股价及流动性大幅下降是大概率事件。“是否赴港上市，企业应结合自身实际情况谨慎判断。”

# 12月以来挂牌公司定增募资16亿元

□本报实习记者 张兴旺

数据显示，12月以来，50家新三板公司完成定增，扣除发行费用后合计募资16.07亿元。计算机通信和其他电子设备制造业、商务服务业、软件和信息技术服务业公司募集资金较多；多数公司募资总额在1000万元至5000万元，森萱医药、森阳科技两家公司募资超过1亿元。

### 集中三大行业

12月17日，可可磁业披露股票发行情况报告书，此次以4.30元/股价格发行1163万股，募集资金5000.90万元，发行对象为4家机构投资者，募集资金将用于满足生产经营需要的新厂房投资以及补充流动资金。

数据显示，12月以来50家挂牌公司完成50次定增，合计募集资金16.07亿元。从支付方式看，现金认购占到大多数，少数公司采取“现金+资产”方式。从行业情况看，50家公司分别属于24个行业。其中，计算机通信和其他电子设备制造业、商务服务业、软件和信息技术服务业公司数量多，共有20家公司完

成股票发行。

以众巢医学为例，公司主要从事向医生提供医学慕课平台及组织医学培训，是一家软件和信息技术服务业公司。此次公司以18.52元/股价格发行135万股，募集资金2500万元，认购对象为一家有限合伙形式的股权投资企业，募集资金将用于平台市场推广及补充流动资金。

灵动微电定增募集金额较多。公告显示，此次以10.3元/股价格合计发行400万股，募集资金4120万元。除支付发行费用外，募集资金将用于补充新增流动资金需求，主要包括支付供应商货款、房屋租金和物业以及其他日常费用等。资料显示，灵动微电主要从事芯片设计、开发、销售及相关技术服务，属于计算机通信和其他电子设备制造业。

从定增价格看，13家公司在10元/股以上，六人游定增价格最高。根据公司披露的股票发行情况报告书，公司以83.7元/股价格发行17.92万股，实际募集资金1500万元，将主要用于市场推广、服务人员扩充和系统能力研发等。资料显示，六人游主要从事中高端消

费人群提供包含个性化行程规划、全程要素配置以及定制旅游服务。此次股票发行募集资金是公司自2017年11月挂牌以来的首次。

### 整合上下游资源

从募资金额规模看，多数公司在1000万元至5000万元之间；森萱医药、森阳科技两家公司募资超过1亿元，分别为5.56亿元、1.04亿元。

12月17日，森萱医药公告，本次发行股份合计1.24亿股，公司总股本由5930万股增加到1.83亿股。此次森萱医药发行股份是为收购其控股股东精华制药持有的两家子公司股权。精华制药为上市公司，此次交易系同一控制下的合并。

根据森萱医药披露公告，通过向控股股东发行股份购买其持有的南通森萱药业有限公司（简称“南通森萱”）35.18%股权以及精华制药集团南通有限公司（简称“南通公司”）100%股权，交易定价分别为3540.61万元、5.23亿元。森萱医药以4.5元/股价格发行1.24亿股，此次交易构成重大资产重组暨关联交易，交易完成后南通森萱与南

通公司将成为森萱医药全资子公司。

森萱医药主要从事医药中间体、化工中间体、原料药的研发、生产及销售。公司表示，未来拟借助资本市场力量，通过并购与公司产生协同效应的优秀企业，整合产业上下游优质资源，实现公司长期发展战略。

森阳科技的定增同样出现上市公司身影。根据公司披露的股票发行报告书，此次公司以10.50元/股价格发行1000万股，扣除发行费用后实际募集资金1.04亿元。此次认购数额最大的是上市公司德宏股份。其通过现金方式认购450万股，认购金额4725万元；认购完成后德宏股份将成为公司第二大股东，仅次于森阳科技实际控制人黄仁珠。

森阳科技主要从事高性能钕铁硼毛坯、成品及VCM电机的研发、制造和销售，产品主要应用于节能电梯、新能源汽车、汽车零部件等领域。而德宏股份主营业务为车用交流发电机的研发、生产、销售及相关技术服务。森阳科技表示，此次发行股票募集资金主要用于偿还银行贷款、补充流动资金。发行完成后，公司整体财务状况将得到进一步改善。

### 持续经营能力存疑

## 挂牌公司监管将加强

□本报实习记者 胡雨

截至12月18日，今年以来，涉及挂牌公司持续经营能力存不确定性的公告近400份，较去年同期增长近1倍。有的挂牌公司的持续经营能力连续被提示存在不确定性，或定期报告连续被出具否定意见或无法表示意见。针对上述情形，近期全国股转公司有关人士透露，正在对有关规则进一步修改完善，挂牌公司出现上述情形将有明确的监管措施。

### 持续经营存疑

12月14日，吉瑞节能主办券商西南证券发布公告，近期督导人员了解到公司部分银行借款到期尚未能偿还，人员流失频繁，生产经营已处于半停滞状态，公司持续经营能力存在重大不确定性。西南证券表示，已敦促公司及时应对，同时提醒投资者注意风险。

事实上，类似吉瑞节能这样的公司不在少数。数据显示，截至12月18日，今年以来，涉及挂牌公司持续经营能力存不确定性的公告近400份，同比增长近一倍；去年同期仅200余份。从公告内容看，持续经营能力存不确定性的公司多数面临生产经营停滞、人员流失、高管离职、涉诉重大诉讼、银行账户遭冻结、实际控制人被纳入失信被执行人等问题；多数公司净利润下滑甚至亏损。

以司珈尔为例，公司被要求偿还借款本金、管理费用及锅炉燃料款合计超过700万元。根据法院出具的民事裁定书，法院对公司等价存货进行保全查封。同时，公司存在重大资金拆借合同未及时披露的情形。截至12月5日，公司合计5489.70万元借款逾期仍未偿还；自2018年6月4日开始，公司停产至今仍未恢复生产。

西南证券认为，司珈尔面临重大未决诉讼、资产查封、大额借款逾期未偿还、持续停产，其持续经营能力存在重大不确定性。

梳理发现，部分公司今年以来被主办券商多次提示风险，其经营情况堪忧。12月5日，广州证券公告称，其持续督导企业ST创乐人承租仓库附近于2018年8月12日发生火灾。公司产品受损，对公司生产经营产生较大影响。公司近年业务处于停滞状态；自2018年5月以来，公司存在拖欠员工工资的情形，持续经营能力存在重大不确定性。

8月24日，广州证券便提示，ST创乐人持续经营能力存在风险，其净利润连续亏损且净资产为负。2018年上半年度、2017年度、2016年度，ST创乐人净利润分别为-403.87万元、-1803.51万元、-2479.26万元。结合现金净流出较大等情况，广州证券认为，公司持续经营能力存在较大不确定性。截至2018年6月30日，ST创乐人归属于公司股东的净资产为-855.01万元，亏损额较2017年12月31日统计数据进一步扩大。

北京南山投资创始合伙人周运南认为，新三板挂牌企业一万余家，出现上述企业也属正常，但对挂牌企业而言存在警示作用，并提醒新三板投资者注意。“被提示的企业应尽快通过自身努力，及时解决问题，让经营慢慢走上正轨，逐步摆脱困境；其他企业应未雨绸缪，规范运营，确保企业健康可持续性发展。”

### 加大问询力度

今年以来，全国股转公司下发了204份年报问询函及35份半年报问询函，均再创年度新高。此外，会计师事务所对相关公司定期报告出具非标准意见情况增加明显。

以一铭软件为例，12月7日，全国股转公司对其2018年半年报发出问询函，指出公司期末货币资金、本期营业收入、销售商品及提供劳务收到的现金发生额等多项数据出现较大下滑，下滑幅度从48.4%到99.37%不等。而公司在2017年年报问询函中声明，业务运营正常，并陆续建立多个项目合作。对此，全国股转公司要求一铭软件结合采购等项目的最新进展，说明公司2018年上半年销售与提供服务、采购与接受劳务、经营活动回款等业务运行情况；说明持续经营能力是否面临重大不确定性，是否存在现金流断裂的风险。

周运南指出，挂牌公司多为初创型成长型企业，抗风险能力薄弱，持续经营能力存在不小风险。因此，全国股转公司重点关注持续经营能力问题，并要求挂牌公司说明应对措施。

今年以来，7家挂牌公司2017年年报遭到二次问询。8月10日，ST致生收到的年报问询函显示，认定2016年公司签署的3.53亿元项目的参与方涉嫌诈骗，故公司大幅调减2016年营业收入、净利润等财务指标。对此，全国股转公司要求ST致生披露相关合同的具体情况，并说明项目收入合理性等。此外，报告期末公司已逾期未偿还借款合计2956.90万元；存在新增逾期贷款账户被冻结等情形。全国股转公司要求ST致生说明为偿还逾期借款采取的措施及有效性、贷款逾期对公司持续经营能力的影响等。8月31日，致生联发再次收到问询函，要求公司就项目建设方式、分包模式合理性等问题做进一步说明。

部分公司定期报告被出具否定或者无法表示意见，其持续经营能力存较大风险。ST胜龙2017年年报被亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）出具无法表示意见审计报告，并指出公司部分应付账款、存货无法判断其相关成本费用及相关披露适当性。此外，公司生产经营业务基本处于停滞状态，且连续多年亏损；2017年经审计净资产为负，并存在未支付工资情形。综上会所认为ST胜龙持续经营能力存在重大不确定性。

东北证券研究总监付立春认为，基本面发生重大变化、财务报表中发现重大问题或不规范之处、与会计师事务所合同无法执行可能导致出现定期报告被出具否定或者无法表示意见。若连续或长期出现这类情况，表明公司规范性出现重大变化，投资者需高度谨慎。

### 强化监管措施

监管力度持续强化，但后续处罚措施仍需完善。

根据2016年10月21日公布的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则（征求意见稿）》，挂牌公司出现持续经营能力存疑将被强制摘牌。具体情形包括最近两个年度的财务会计报告均不能以持续经营为编制假设、最近两个年度的财务会计报告均被注册会计师出具持续经营能力存在不确定性的意见、连续两年被主办券商出具了持续经营能力存在不确定性的意见。不过，上述意见稿至今未能落地。目前尚未有被提示持续经营能力存疑企业被强制摘牌。

周运南认为，被提示持续经营存疑对企业来说意味着监管层、企业员工、投资者以及合作伙伴都将用谨慎的态度对待该公司，其股权激励将深受影响甚至无法进行，业务合作和正常运营将受到较大影响，进而可能导致其主动摘牌甚至被强制摘牌。“作为二级市场投资者应谨慎小心，尽量回避这类企业以规避风险。”呼吁监管层尽快落实上述强制摘牌规则，进一步强化对持续经营能力存疑企业的监管力度。

12月14日，全国股转公司有关人士透露，挂牌公司定期报告被会计师事务所出具持续经营能力存在不确定意见的，全国股转公司将组织专业力量，对其定期报告进行重点审查，重点关注影响公司持续经营能力的具体事项。目前全国股转公司正在对《意见稿》作进一步修改完善。其中，就挂牌公司连续被主办券商出具持续经营能力存在不确定性的意见，或财务会计报告连续被会计师事务所出具否定意见或无法表示意见的情形，全国股转公司将有明确的监管措施。

付立春指出，资本市场应该有进有出才能保持自身生机与活力，良莠不齐的公司放在一起将加大资本优化配置成本，建议相关细则应尽快出台并落实。“对于连续被主办券商出具持续经营能力存在不确定性的意见，或财务会计报告连续被会计师事务所出具否定意见或无法表示意见的公司，可以采取诸如警告等处罚措施并限期整改，到期未能改观可予以强制摘牌。”