

2017年12月04日

新三板企业 IPO 专题

■IPO提速，新三板企业转向IPO排队增多：

1) 市场总体情况：根据wind数据统计，截至2017年11月23日，2017年发审委共审核446家首发企业，其中，通过361家，IPO总体通过率约为80.94%。

2) 三板公司参与上市辅导情况：今年IPO审核速度开始大幅提升，三板参与上市辅导的公司数量也逐渐增多。11月当月新增26家三板企业参与上市辅导，最新增加的四家为：**华龙证券、高测股份、景云祥和天佳科技**。

3) 三板企业IPO审核情况：2017年前三季度共计143家新三板公司的IPO申报已被证监会受理。**前三季共有17家新三板企业过会**，平均排队时间1.14年，通过率80.95%。11月最新挂牌的四家公司为：**爱柯迪(600933.SH)、怡达股份(300721.SZ)、药石科技(300725.SZ)和丽岛新材(603937.SH)**。

■券商纷纷抢滩登陆IPO市场，并驱争先：在审核数量排名前五的保荐机构中各机构保荐通过率前三名的为：第一：中信建投证券；第二：安信证券与华泰联合证券；第三：国信证券。

■转向排队上市新三板企业IPO最新情况究竟如何？：

1) 新三板IPO最新情况总结：截至11月23日，新三板企业申报IPO中，正常审查企业139家，13家处于中止审查状态，其中新三板IPO企业中，56家拟在主板上市、20家拟在中小板上市、63家拟在创业板上市。除此之外，87家已获反馈、38家获受理。

2) 终止审查企业情况：目前在排队的企业中，有57家企业终止审查，其中有13家来自新三板，占比22.81%。

3) 三板过会率情况：截至11月23日，今年已有8家新三板公司IPO被否，2家企业暂缓表决，7月至今新三板企业过会成功仅半数左右，过会率远远低于发审会整体过会率，否决率增高、暂缓表决的案例也急剧增多。

■风险提示：审核日趋从严，财务风险，新三板转板情况不达预期。

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082062

相关报告

新三板日报（【12月1日

新三板收评】做市指数四连阳 报收998.52点)

新三板日报（逾200家新三板企业实控人变更） 2017-11-29

新三板日报（医生供不应求

怎么办？印度创企利用AI 2017-11-29 重塑医疗保健系统)

内容目录

1. 【2017 年情况总览：IPO 现“堰塞湖”？】	3
2. 【IPO 审核重质，个中缘由究竟何在？】	4
2.1. 被否公司问题多多，持续盈利能力成 IPO 第一“雷区”	4
2.2. 部分行业遭遇大规模 IPO“滑铁卢”	8
2.3. 各大券商抢滩登陆 IPO 市场，通过率更为关键	9
3. 【优质企业必将受市场青睐】	12
4. 【新三板企业排队 IPO 提速】	13
4.1. 新三板 IPO 热潮涌动，三大原因推动“转板热”	13
4.2. 转板热潮下背后，估值提升是核心原因	13
4.3. 三板 IPO 通过率降低、暂缓表决案例增多	16

图表目录

图 1: 2017 年 IPO 审核通过情况	3
图 2: IPO 审核总数与否决情况	4
图 3: 不同原因 IPO 被否的比例	6
表 1: 2017 年 IPO 审核分市场情况（截至 11 月 23 日）	3
表 2: IPO 部分被否公司列表及原因归纳	5
表 3: 各行业 IPO 被否数量	8
表 4: 各券商审核 IPO 通过率排名	9
表 5: 各大保荐机构首发承销金额排名（前 30 位）	10
表 6: 主承销商承销收入排名	11
表 7: 2017 年新三板 17 家企业成功 IPO	13
表 8: 转板前后市盈率、总市值对比	14
表 9: 新三板企业接受上市辅导情况（近 2 月）	15
表 10: 新发审委上任以来各次发审会通过情况	16
表 11: 新三板 IPO 情况（主板排队）	18
表 12: 新三板 IPO 情况（中小板排队）	18
表 13: 新三板 IPO 情况（创业板排队）	19

1. 【2017 年情况总览：IPO 现“堰塞湖”？】

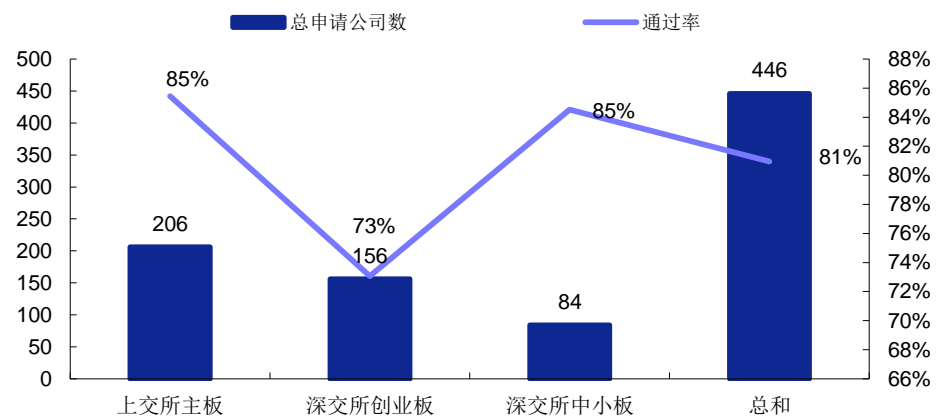
根据 wind 数据统计，截至 2017 年 11 月 23 日，2017 年发审委共审核 446 家首发企业，其中，通过 361 家，IPO 总体通过率约为 80.94%。与之对应，2016 年全年，证监会发审委会合计审核了上会企业 247 家，未通过 IPO 的企业仅 18 家。

表 1：2017 年 IPO 审核分市场情况（截至 11 月 23 日）

	总申请公司数	审核通过家数	通过率%	被否数量
上交所主板	206	176	85	24
深交所创业板	156	114	73	36
深交所中小板	84	71	84	11
总和	446	361	81	71

资料来源：wind

图 1：2017 年 IPO 审核通过情况



资料来源：choice

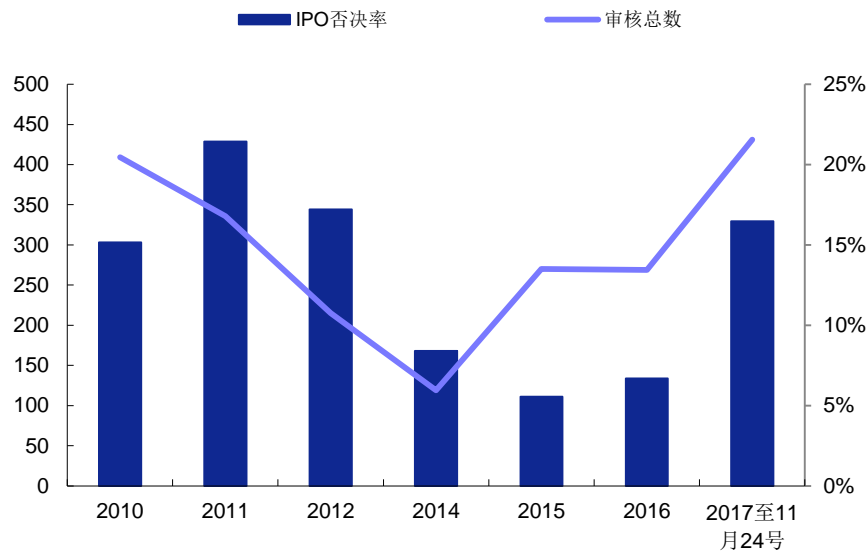
新三板转板情况：2017 年前三季度共有 17 家新三板企业过会，平均排队时间 1.14 年，四家企业 IPO 被否。

2017 年 9 月 30 日证监会发布第 15 号公告，正式确定**第十七届发行审核委员会委员**。共有 42 名专职委员及 21 人兼职委员组成。截至最新，新一届发审委已召开 49 次会议，其中，首发上会的共有 56 家公司，获得通过的有 33 家，被否的达 18 家，另有 5 家暂缓表决，通过率仅 58.93%。

2. 【IPO 审核重质，个中缘由究竟何在？】

2017 年 IPO 审核速度进入了前所未有的快节奏，然而被否概率却上升。IPO 未通过的公司目前已达到 71 家，而 2016 年全年仅有 18 家企业 IPO 被否，通过率近 90%。

图 2：IPO 审核总数与否决情况



资料来源：wind

“IPO 被否”俨然成为今年一级市场最火热的话题之一，尤其是创业板的 IPO 情况更为惨烈，从去年的 84.6% 下降到了 73.08%，例如 11 月 7 日上会的六家拟在上交所主板上市的公司中，仅有一家通过其他五家均被否决，首发通过率仅 16.67%。究竟是哪些问题致使这些被否的公司 IPO 折戟呢？

2.1. 被否公司问题多多，持续盈利能力成 IPO 第一“雷区”

根据证监会发审委提供的反馈意见，我们总结出了 IPO 被否的七大主要原因：

- ①**持续盈利问题**：包括盈利来源集中、业绩大幅波动、盈利质量不高、经营模式重大变化、核心竞争力缺失等方面；
- ②**独立性问题**：包括关联交易、同业竞争、资产完整性等；
- ③**规范运营问题**：包括内部控制、合法合规、资金占用、治理结构等；
- ④**业绩真实性问题**：包括营收、利润等数据造假、与同行业公司差距过大等；
- ⑤**信息披露问题**：包括关联交易披露不完整、虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等；
- ⑥**主体资格问题**：包括主营业务超范围、董事、高管发生重大变化或实际控制人变更等；
- ⑦**其他问题**：包括公司存在商业贿赂、受贿等问题；公司存在偿债风险；存在历史沿革问题等。

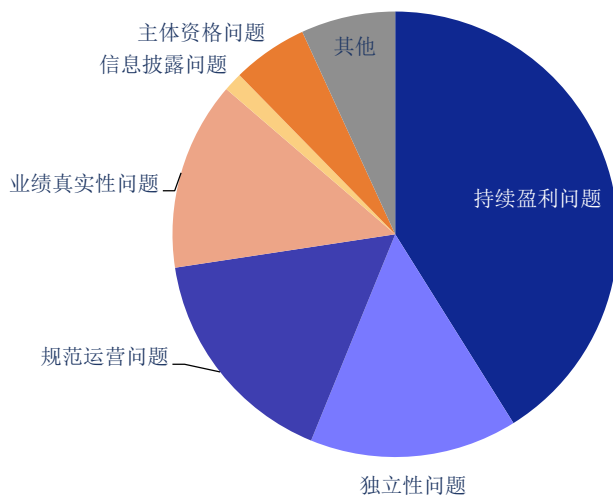
表 2: IPO 部分被否公司列表及原因归纳

公司名称	上市板	被否核心原因	存在问题代码	主承销商
中天精装	中小企业板	独立性问题	①②	中信证券
雪龙集团	主板	规范运营问题	③④	西部证券
鸿禧能源	主板	独立性问题	②④	中德证券
百亚卫生	中小企业板	持续盈利问题	①	中金公司
养元智汇	主板	持续盈利问题	①④	国信证券
捷众科技	主板	业绩真实性问题	①③④	国元证券
中英科技	创业板	业绩真实性问题	①②④	海通证券
玻纤集团	主板	独立性问题	②③⑦	国信证券
神农农业	主板	业绩真实性问题	②③④	光大证券
尼毕鲁科技	主板	规范运营问题	①③④	摩根华鑫
锦和商业	主板	其他	⑦	华西证券
国金黄金	主板	主体资格问题	②④⑥	安信证券
钜泉光电	主板	持续盈利问题	①⑥	国金证券
普天铁心	创业板	持续盈利问题	①②④	华林证券
稳健医疗用品	主板	规范运营问题	③	国金证券
海宁中国家纺城	中小板	主体资格问题	②③⑥	中德证券
森鹰窗业	主板	持续盈利问题	①③④	广发证券
威尔曼制药	中小板	持续盈利问题	①③④	华林证券
双飞无油轴承	创业板	规范运营问题	①②③④	光大证券
壶化集团	主板	持续盈利问题	①③	中德证券
上能电气	主板	持续盈利问题	①、应收账款问题	兴业证券
世纪恒通科技	创业板	持续盈利问题	①⑥	招商证券
智业软件	创业板	持续盈利问题	①、商誉减值风险	招商证券
赛纬电子材料	创业板	持续盈利问题	①⑥	申万宏源
致瑞传媒	主板	持续盈利问题	①②	光大证券
如意情	创业板	持续盈利问题	①③④	安信证券
新博美	中小企业板	持续盈利问题	①②	招商证券
泰达新材料	创业板	持续盈利问题	①④	东海证券
威士顿信息技术	主板	持续盈利问题	①④⑥	光大证券
绩丰岩土技术	中小企业板	持续盈利问题	①④	国海证券
品恩科技	创业板	持续盈利问题	①④	中信证券
和宏实业	中小企业板	持续盈利问题	①③	广发证券
时代电影院线	主板	持续盈利问题	①④	摩根华鑫
永德吉灯业	主板	持续盈利问题	①②④	申万宏源
美联钢结构建筑系统	主板	持续盈利问题	①④	国泰君安
震裕科技	创业板	持续盈利问题	①③④	国泰君安
里伍铜业	中小企业板	持续盈利问题	①③	国金证券
科维节能	创业板	持续盈利问题	①③	第一创业
西龙同辉	创业板	持续盈利问题	①④	长城证券
欧维姆机械	创业板	持续盈利问题	①④⑥	招商证券
日丰电缆	中小企业板	持续盈利问题	①	东莞证券
华光焊接新材料	主板	持续盈利问题	①③	英大证券
瑞芯微电子	创业板	持续盈利问题	①③③存贷跌价准备出现了异常	国信证券
广信科技	创业板	独立性问题	②	招商证券
元盛电子	创业板	独立性问题	②	中国中投
嘉必优生物技术	创业板	独立性问题	①②	中信证券
联动轴承	创业板	独立性问题	②③	国金证券
普元信息技术	创业板	独立性问题	②③	广发证券
港通医疗设备集团	中小企业板	独立性问题	①②	海通证券

清溢光电	中小企业板	独立性问题	②④⑦	国海证券
思华科技	主板	独立性问题	②④⑤	国元证券
国策环保科技	创业板	规范运营问题	①④	申万宏源
双飞无油轴承	创业板	规范运营问题	①③⑤	光大证券
双环电子集团	创业板	规范运营问题	③	华安证券
诺特健康科技	创业板	规范运营问题	①③④	华福证券
圣华曦药业	中小企业板	规范运营问题	①③	申万宏源
金枪新材料	创业板	规范运营问题	③⑥	东吴证券
百合医疗科技	创业板	规范运营问题	③⑥	广发证券
润弘制药	主板	规范运营问题	③⑤	海通证券
爱威科技	创业板	其他	①③④	中信建投
力合科技(湖南)	主板	其他	①③	广发证券
圣和药业	主板	其他	③⑥、商业贿赂	华泰联合
普华制药	创业板	其他（偿债风险）	①③、偿债风险	民生证券
仲景大厨房	创业板	信息披露问题	③⑤	中国银河
耐普矿机新材料	创业板	业绩真实性问题	①③④	国金证券
三锋实业	创业板	业绩真实性问题	②③④	国金证券
城林科技	创业板	业绩真实性问题	④	国信证券
宝兰德软件	创业板	业绩真实性问题	①④	广发证券
元利科技	主板	业绩真实性问题	③④	兴业证券
新水源景科技	创业板	业绩真实性问题	①③④	海通证券
永泰隆电子	创业板	业绩真实性问题	④	海通证券
步科自动化	创业板	主体资格问题	③⑥	长江证券
京博农化科技	创业板	主体资格问题	④⑥	兴业证券

资料来源：wind 资讯，中国证监会网站，安信证券研究中心数据处理（截至 11 月 24 日）

图 3：不同原因 IPO 被否的比例



资料来源：wind 资讯

在 IPO 被否的七大原因中最突出的原因主要有四个，包括：**持续盈利问题**、**独立性问题**、**规范运营问题**和**业绩真实性问题**。在 IPO 被否的 71 家公司中，被否最核心原因为存在持续盈利问题的公司一共有 30 家，占比 42.25%，排名第一；

规范运营问题的公司有 12 家，占比 16.90%，排名第二；

存在独立性问题公司共 11 家，占比 15.49%，排名紧随其后；

存在业绩真实性问题的公司有 10 家，占比 14.08%。

这四大问题共占比 88.73%，很显然这些问题成为了大多数公司 IPO 的“拦路虎”。然而分析证监会发审委提出的具体问询意见我们不难发现，其实每家 IPO 被否的公司，存在的问题绝非只有一个，大部分被否企业，都是多个问题并存而被发审委“拒绝”的。而持续盈利能力不足这一问题成为了大部分被否公司的通病，也是证监会审核过程中最关心的问题之一。

例如，10 月 31 日证监会审核的 6 家 IPO 企业中，仅有 2 家顺利过会，分别为蒙娜丽莎、鑫广绿环。三家被否分别是稳健医疗、森鹰窗业、海宁中国家纺城。

根据证监会网站披露的反馈意见：

中源家居被暂缓表决。原因或在于**业绩真实性问题、关联交易与信息披露问题**。公司境外销售金额占比过大、扣非净利润增幅较大、报告期内与关联方发生了多笔资金拆借、日方无偿转让股权并退出、营收增长但用电量消耗大幅下降、实际控制人胞弟的公司拒绝提供客户、供应商信息。

稳健医疗被否原因或为：**会计核算问题、规范运营问题**。根据发审委提供的问询问题来看，公司存在多次会计差错调整，私有化进程也存在瑕疵，另有 16 起行政处罚。其毛利率明显高于同行业可比上市公司，并且，公司应收账款 1-180 天未计提坏账比例，发行人员工持股平台通过增资和受让发行人控股股东稳健集团有限公司股份实施员工激励。

海宁中国家纺城被否的原因或是：**主体资格问题、业绩真实性问题**。公司第一大股东未被认定为实控人，且工程项目会计处理出现问题。另外，公司毛利率高于同行业上市公司、资金频繁拆借、用户极其分散、利润增长但现金流持续下滑、预收收入现金流不匹配、大量投资性房地产，存在问题较多，导致 IPO 被否。

另一个案例，11 月 7 日的 6 家上会公司仅一家通过。此次被否的企业，在业绩体量方面表现均不俗，利润大多过亿或将近一亿，远超 3000 万元的净利润红线，有稳定增长，现金流情况良好，显然，公司体量和高净利润为 IPO 制胜法宝的时代已然悄悄过去。

成都**尼毕鲁**所在行业较为特殊，这是一家游戏公司，发审委提出的问题主要围绕以下五个方面，基本上围绕着“合规性”这个中心展开：

1. 资质及证照审批手续、游戏审批及备案手续等合规性问题；
2. 收入真实性、持续盈利能力、会计处理是否合规、审计程序是否足够等财务合规性及盈利能力问题；
3. 与海外子公司交易合理性、跨境资金是否涉及洗钱、套汇或逃汇等合规性问题；
4. 持续盈利能力的问题；
5. 大量对外投资合理性、可供出售金融资产计量、对外投资转让合理性、关联交易等合规性问题。

由此可见，发审委对于公司内控制度健全愈来愈重视。

2.2. 部分行业遭遇大规模 IPO “滑铁卢”

IPO 被否是否与某些行业景气度不高、行业总体运营不够规范,或其他行业内部原因有关呢?

表 3: 各行业 IPO 被否数量

被否行业	家数	占比
专用设备制造业	9	13%
计算机、通信和其他电子设备制造业	8	11%
电气机械和器材制造业	6	8%
软件和信息技术服务业	6	8%
化学原料和化学制品制造业	5	7%
医药制造业	5	7%
商务服务业	3	4%
金属制品业	2	3%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	2	3%
汽车制造业	2	3%
信息传输、软件和信息技术服务业	2	3%
仪器仪表制造业	2	3%
其他服务业	2	3%
食品制造业	2	3%
科技推广和应用服务业	1	1%
有色金属矿采选业	1	1%
制造业	1	1%
文化、体育和娱乐业	1	1%
软件及应用系统	1	1%
土木工程建筑业	1	1%
环境治理业	1	1%
环境监测专用仪器仪表制造	1	1%
通用设备制造业	1	1%
农业	1	1%
专项化学用品制造业	1	1%
电气机械和器材制造业	1	1%
非金属矿物制品业	1	1%
建筑装饰和其他建筑业	1	1%
农副食品加工业	1	1%
总和	71	100%

资料来源: wind 资讯

IPO 被否的 71 家公司, 总共涉及 29 个行业。以上的表格可以直观的反应 IPO 被否公司的行业分布, 各行业中, 专用设备制造业公司的被否概率是最高的, 计算机、通信和其他电子设备制造业次之, 电气机械和器材制造业和软件和信息技术服务业位列第三, 排在第四的为化学原料和化学制品制造业和医药制造业, 商务服务业排名第五。其他行业的被否公司数量不多, 仅有一到两例。以上行业被否家数合计 42 家, 占比 59.15%, 已超过了总被否公司的半数之多。

纵观这几大行业的 IPO 被否案例, 及证监会发审委提供的反馈信息, 医药行业比较特殊和行业特点有关, 其他公司均是自身原因和行业无关, 主要是存在持续盈利能力不足、规范运营程度不高、独立性存疑等问题。

2.3. 各大券商抢滩登陆 IPO 市场，通过率更为关键

表 4：各券商审核 IPO 通过率排名

主承销商	审核总数	通过情况		未通过情况		其他情况	
		通过	占比(%)	未通过	占比(%)	家次	占比(%)
广发证券	34	27	79.4	6	17.6	1	2.9
中信证券	30	26	86.7	2	6.7	2	6.7
国金证券	27	20	74.1	6	22.2	1	3.7
海通证券	25	20	80.0	4	16.0	1	4.0
国信证券	23	21	91.3	2	8.7	—	—
中信建投	21	20	95.2	1	4.8	—	—
招商证券	19	14	73.7	5	26.3	—	—
申万宏源	17	13	76.5	4	23.5	—	—
国泰君安	15	13	86.7	2	13.3	—	—
安信证券	14	13	92.9	1	7.1	—	—
民生证券	14	12	85.7	1	7.1	1	7.1
华泰联合	14	13	92.9	1	7.1	—	—
兴业证券	13	10	76.9	3	23.1	—	—
中德证券	10	8	80.0	2	20.0	—	—
东吴证券	10	9	90.0	1	10.0	—	—
中金	10	10	100.0	—	—	—	—
光大证券	9	6	66.7	3	33.3	—	—
中泰证券	7	6	85.7	—	—	1	14.3
长城证券	7	6	85.7	1	14.3	—	—
东方花旗	7	7	100.0	—	—	—	—
长江证券	6	3	50.0	1	16.7	2	33.3
国元证券	6	4	66.7	1	16.7	1	16.7
国海证券	5	3	60.0	2	40.0	—	—
中国银河	5	3	60.0	1	20.0	1	20.0
中航证券	4	4	100.0	—	—	—	—
中国中投	4	3	75.0	1	25.0	—	—
东莞证券	4	3	75.0	1	25.0	—	—
华林证券	4	2	50.0	2	50.0	—	—
德邦证券	4	4	100.0	—	—	—	—
中银国际	3	3	100.0	—	—	—	—
华安证券	3	2	66.7	1	33.3	—	—
第一创业	3	2	66.7	1	33.3	—	—
东兴证券	3	3	100.0	—	—	—	—
东海证券	3	2	66.7	1	33.3	—	—
浙商证券	3	3	100.0	—	—	—	—
西部证券	3	3	100.0	—	—	—	—
天风证券	2	1	50.0	—	—	1	50.0
爱建证券	2	2	100.0	—	—	—	—
瑞银证券	2	2	100.0	—	—	—	—
恒泰长财	2	2	100.0	—	—	—	—
平安证券	2	2	100.0	—	—	—	—
华创证券	2	2	100.0	—	—	—	—
华龙证券	2	2	100.0	—	—	—	—
西南证券	2	2	100.0	—	—	—	—
宏信证券	2	2	100.0	—	—	—	—
九州证券	1	1	100.0	—	—	—	—

国融证券	1	1	100.0	—	—	—	—
华西证券	1	1	100.0	—	—	—	—
东北证券	1	1	100.0	—	—	—	—
渤海证券	1	1	100.0	—	—	—	—
华英证券	1	1	100.0	—	—	—	—
国都证券	1	1	100.0	—	—	—	—
首创证券	1	1	100.0	—	—	—	—
财通证券	1	1	100.0	—	—	—	—
金元证券	1	1	100.0	—	—	—	—
瑞信方正	1	1	100.0	—	—	—	—

资料来源: wind

共有 60 家保荐机构参与 IPO, 数量较多, 但是在整个 IPO 市场中, 仍然是为数不多的几家大券商占有主要的市场份额, 在审核公司总家次前十五的保荐机构中, IPO 通过率排在前列的机构有: 第一: 中信建投; 第二: 安信证券与华泰联合证券; 第三: 国信证券。

按照机构首发总承销金额排名, 前三十位机构的情况如下表:

表 5: 各大保荐机构首发承销金额排名 (前 30 位)

机构名称	金额(万元)	市场份额 (%)
中信证券	1,764,519	8.83
广发证券	1,549,999	7.76
中信建投	1,406,301	7.04
海通证券	1,211,059	6.06
国金证券	1,174,833	5.88
国信证券	1,120,984	5.61
中金	931,858	4.66
安信证券	880,667	4.41
国泰君安	794,101	3.97
招商证券	776,035	3.88
华泰联合	574,427	2.87
中银国际	564,060	2.82
申万宏源	552,161	2.76
兴业证券	514,239	2.57
东吴证券	492,378	2.46
中泰证券	391,460	1.96
东方花旗	358,493	1.79
东兴证券	335,585	1.68
中德证券有限责任公司	331,323	1.66
瑞银证券	304,345	1.52
光大证券	167,677	0.84
平安证券	162,067	0.81
德邦证券	123,516	0.62
中国银河	105,214	0.53
华融证券	56,628	0.28
天风证券	22,023	0.11

资料来源: choice 金融终端

表 6：主承销商承销收入排名

	首发	
中信证券	115,966	8.36
广发证券	113,290	8.17
国金证券	97,641	7.04
海通证券	94,617	6.82
中信建投	87,108	6.28
国信证券	81,103	5.85
安信证券	66,139	4.77
招商证券	58,596	4.22
国泰君安	48,173	3.47
中国国际	46,171	3.33
兴业证券	41,875	3.02
华泰联合	41,830	3.01
民生证券	41,174	2.97
申万宏源	35,457	2.56
东吴证券	31,611	2.28
中德证券	27,739	2.00
东方花旗	26,152	1.88
中泰证券	25,204	1.82
中银国际	21,231	1.53
国元证券	17,765	1.28
平安证券	14,343	1.03
东莞证券	14,098	1.02
长城证券	13,154	0.95
浙商证券	12,975	0.94
华西证券	12,174	0.88
光大证券	11,448	0.83
国海证券	10,952	0.79
中航证券	10,686	0.77
西部证券	10,605	0.76
东兴证券	10,605	0.76
瑞银证券	10,366	0.75
德邦证券	9,319	0.67
中国银河	8,261	0.60
瑞信方正	7,665	0.55
中国中投	7,539	0.54
宏信证券	7,317	0.53
第一创业	7,105	0.51
西南证券	7,054	0.51
金元证券	6,661	0.48
华林证券	6,631	0.48
华龙证券	5,669	0.41
长江证券	5,655	0.41
爱建证券	5,065	0.37
东北证券	4,767	0.34
国都证券	4,660	0.34
国融证券	4,603	0.33
华创证券	4,547	0.33
信达证券	4,000	0.29
东海证券	3,517	0.25

华安证券	3,497	0.25
恒泰长财	3,459	0.25
九州证券	2,909	0.21
华英证券	2,728	0.20
首创证券	2,725	0.20
财通证券	2,700	0.19
华福证券	2,450	0.18
万联证券	2,230	0.16
天风证券	2,000	0.14
华融证券	1,311	0.09
渤海证券	1,200	0.09

资料来源: choice

3. 【优质企业必将受市场青睐】

总结 2017 年各家公司 IPO 被否的案例，我们不难找到通过率降低的原因，大体原因可总结为以下几点：

1， **历经两度 IPO 暂停期后**，审核企业基数变大，出现“审多否多”的情况。

2， **IPO 常态发行背景下从源头上提高上市公司质量。**

3， **IPO 标准更加注重质量**，成为了通过率降低的原因之一。

通过此次“改革”，未来的 IPO 市场，将逐渐朝着以下几个方向迈进：

- ①：**从源头上提高上市公司质量，拒绝“硬伤”公司进场**：自“大发审委”成立以来，发审委的审核理念出现了质的转变，从以往的重视公司体量、财务指标，转变为对财务数据真实性，以及公司规范运营程度的关注，拒绝一些带有财务问题或运营不规范的公司入市。
- ②：**审核从严、标准不降，过会率低将成常态**：证监会发审会提高 IPO 过会标准，看似降低了市场热情，但审核从严，实则意在鞭策拟上市企业及各大 IPO 中介机构，审核财务数据要从严，切忌弄虚作假等行为。
- ③：**从严打击资本市场违规、违法行为，净化市场**：如今的资本市场不乏存在一些投机者，证监会加强 IPO 市场管理力度，实则是迈出了关键性的一步，预计监管层将会通过推进包括退市制度、并购重组在内的各项制度改革，从根本上打击“投机心态”，净化市场环境，对未来证券业的健康发展有着长足作用。

在 IPO 审核越现严格的情况下，企业本身只有悉力发展自身业务，增强盈利能力和持续经营续航力，重视自身存在的问题，将招股书等必要材料做好、做扎实，务必不能抱有任何侥幸心理。

4. 【新三板企业排队 IPO 提速】

4.1. 新三板 IPO 热潮涌动，三大原因推动“转板热”

近年来，新三板上市辅导的公司数量逐渐进入井喷期，那究竟是何原因造成了这一现象？三板公司又为何扎堆转板呢？

IPO 整体提速：经过了 2015 年年底四个月的 IPO 暂停期，市场开始逐渐回暖，2016 年开始，IPO 审核步伐开始逐渐加快，2017 年以来，审核速度反映了证监会极力想解决 IPO 堰塞湖的决心。

转板后估值提升、融资能力增强：除了以上两点政策、市场方面的原因外，新三板公司扎堆上市的另一个原因就是，转板成功后后公司估值将有很大提升。另外，新三板相对主板、中小板和创业板来说，融资能力不强，机构认购定增不够活跃。转板对于一些正在谋求更好发展的三板企业来说，无疑是一个增强企业估值、提高企业融资能力的好办法。

表 7：2017 年新三板 17 家企业成功 IPO

转板前			转板后			
代码	名称	总股本(万股)	证券代码	名称	上市板块	上市日期
834393.OC	爱柯迪	70,720.0000	600933.SH	爱柯迪	主板	2017-11-17
831103.OC	怡达化学	6,010.0000	300721.SZ	怡达股份	创业板	2017-11-15
837311.OC	药石科技	5,500.0000	300725.SZ	药石科技	创业板	2017-11-10
832374.OC	丽岛新材	15,666.0000	603937.SH	丽岛新材	主板	2017-11-02
831517.OC	凯伦建材	5,400.0000	300715.SZ	凯伦股份	创业板	2017-10-26
430605.OC	阿科力	6,500.0000	603722.SH	阿科力	主板	2017-10-25
834108.OC	万隆股份	5,111.4000	300710.SZ	万隆光电	创业板	2017-10-19
832933.OC	九典制药	8,800.0000	300705.SZ	九典制药	创业板	2017-10-10
833456.OC	世纪天鸿	7,000.0000	300654.SZ	世纪天鸿	创业板	2017-09-26
832772.OC	银都股份	33,480.0000	603277.SH	银都股份	主板	2017-09-11
832582.OC	众源新材	9,330.0000	603527.SH	众源新材	主板	2017-09-07
834864.OC	万马科技	10,050.0000	300698.SZ	万马科技	创业板	2017-08-31
832362.OC	佩蒂股份	6,000.0000	300673.SZ	佩蒂股份	创业板	2017-07-11
430599.OC	艾艾精工	5,000.0000	603580.SH	艾艾精工	主板	2017-05-25
831215.OC	新天药业	5,166.0000	002873.SZ	新天药业	中小板	2017-05-19
430568.OC	光莆电子	8,685.0000	300632.SZ	光莆股份	创业板	2017-04-06
831645.OC	三星新材	6,600.0000	603578.SH	三星新材	主板	2017-03-06
831535.OC	拓斯达	5,434.7827	300607.SZ	拓斯达	创业板	2017-02-09

资料来源：wind 资讯

4.2. 转板热潮下背后，估值提升是核心原因

2017 年前三季度，共计 143 家新三板公司的 IPO 申报已被证监会受理。前三季共有 17 家新三板企业过会，平均排队时间 1.14 年，通过率 80.95%，四家企业 IPO 被否，被否的公司有：广信科技、耐普矿机、泰达新材和爱威科技。被否的原因与 A 股 IPO 被否原因基本一致，主要为持续盈利能力和规范运营问题。

10 月挂牌的四家公司为：凯伦股份（300715.SZ）、阿科力（603722.SH）、万隆光电（300710.SZ）、九典制药（300705.SZ）。以下例举出这四家公司转板前后的总市值及市盈率变化。

表 8：转板前后市盈率、总市值对比

证券代码	证券名称	市盈率(PE,TTM)		总市值
		[交易日期](2017-10-30)	[交易日期](2017-10-30)	[交易日期](2017-10-30)
				[单位]元
831517.OC	凯伦建材	8.11		349,200,000
300715.SZ	凯伦股份	36.43		1,568,160,000
	倍数			4.49
430605.OC	阿科力	34.0		1,603,950,000
603722.SH	阿科力	86.7		4,068,385,000
	倍数			3.5
834108.OC	万隆股份	8.87		433,640,480.
300710.SZ	万隆光电	58.15		2,839,933,460
	倍数			6.54
832933.OC	九典制药	5.82		422,424,000
300705.SZ	九典制药	56.68		4,109,246,8000
	倍数			9.72

资料来源：choice 金融终端

上图可直观反映出这四家新三板公司转板后的总市值及市盈率均高于转板前，万隆光电及九典制药的市值更是比转板前高出了 5 倍以上。另外，今年共有 344 家新三板公司接受 IPO 辅导，11 月份新增加了 11 家新三板公司。

表 9：新三板企业接受上市辅导情况（近 2 月）

					上市辅导
代码	名称	公告日期	辅导机构	起始日期	东财行业
838227.OC	美登科技	2017-11-28	兴业证券	2017-11-27	文化传媒
834278.OC	高测股份	2017-11-24	国信证券	2017-11-22	机械设备
835337.OC	华龙证券	2017-11-24	中信证券	2017-11-24	金融
833851.OC	景云祥	2017-11-21	中金公司	2017-11-14	信息技术
833888.OC	华普永明	2017-11-17	广发证券	2017-11-16	家电
831540.OC	京源环保	2017-11-16	平安证券	2017-10-31	机械设备
834735.OC	麦凯智造	2017-11-16	东莞证券	2017-11-14	交运设备
834892.OC	智诚安环	2017-11-16	财达证券	2017-11-16	综合
830881.OC	圣泉集团	2017-11-15	国泰君安	2017-11-13	基础化工
835212.OC	多想互动	2017-11-15	国海证券	2017-11-13	文化传媒
838994.OC	可观股份	2017-11-15	万和证券	2017-11-15	轻工制造
839473.OC	海翼股份	2017-11-14	中金公司	2017-11-08	电子设备
831010.OC	天佳科技	2017-11-13	海通证券	2017-11-13	机械设备
834825.OC	瑞阳科技	2017-11-13	国金证券	2017-11-01	交运设备
836261.OC	闻道网络	2017-11-13	东吴证券	2017-11-02	信息技术
837663.OC	明阳科技	2017-11-13	招商证券	2017-10-30	交运设备
870644.OC	青蒿药业	2017-11-13	广发证券	2017-10-31	医药生物
834753.OC	兰卫检验	2017-11-10	东吴证券	2017-10-31	医药生物
839961.OC	耀华园林	2017-11-10	兴业证券	2017-11-09	建筑
833897.OC	心动网络	2017-11-09	广发证券	2017-11-01	文化传媒
871385.OC	永升物业	2017-11-09	东方花旗证券	2017-10-27	房地产
837878.OC	傲胜股份	2017-11-06	广发证券	2017-11-06	基础化工
871870.OC	天诚股份	2017-11-06	东莞证券	2017-11-03	交运设备
832708.OC	三力制药	2017-11-03	申港证券	2017-11-01	医药生物
839122.OC	隆华新材	2017-11-03	东吴证券	2017-11-02	基础化工
831954.OC	协昌科技	2017-11-02	国金证券	2017-10-12	电气设备
839534.OC	深圳园林	2017-11-02	招商证券	2017-10-31	建筑
837615.OC	中海怡高	2017-10-31	国金证券	2017-10-27	建筑
837839.OC	尚通科技	2017-10-31	安信证券	2017-10-30	信息技术
834261.OC	一诺威	2017-10-26	东吴证券	2017-10-13	基础化工
830777.OC	金达莱	2017-10-25	招商证券	2017-10-25	公用事业
833841.OC	夜光明	2017-10-25	中泰证券	2017-10-24	基础化工
870206.OC	中一股份	2017-10-25	长江证券	2017-10-24	电气设备
870213.OC	微网通联	2017-10-24	华创证券	2017-09-28	信息技术
836651.OC	正迪科技	2017-10-20	英大证券	2017-10-19	信息技术
837048.OC	密封科技	2017-10-19	海通证券	2017-10-17	机械设备
832707.OC	国豪股份	2017-10-18	瑞信方正	2017-09-20	建筑
836147.OC	智慧眼	2017-10-18	中泰证券	2017-09-25	信息技术
838493.OC	鹰之航	2017-10-17	兴业证券	2017-10-16	交运设备
833215.OC	红星美羚	2017-10-13	西部证券	2017-10-11	食品饮料
837747.OC	长江文化	2017-10-13	金元证券	2017-09-11	文化传媒
870624.OC	国瑞税务	2017-10-12	兴业证券	2017-10-10	综合
832651.OC	天罡股份	2017-10-11	安信证券	2017-10-09	机械设备
834845.OC	华腾教育	2017-10-09	中信证券	2017-09-28	信息技术
836027.OC	金晟环保	2017-10-09	财通证券	2017-10-09	基础化工
836531.OC	枫华种业	2017-10-09	东吴证券	2017-09-29	农林牧渔
838710.OC	军懋科技	2017-10-09	中泰证券	2017-09-12	信息技术

资料来源：choice

4.3. 三板 IPO 通过率降低、暂缓表决案例增多

截至 11 月 23 日,新三板企业申报 IPO 中,正常审查企业 139 家,13 家处于中止审查状态,其中新三板 IPO 企业中,56 家拟在主板上市、20 家拟在中小板上市、63 家拟在创业板上市。除此之外,87 家已获反馈、38 家获受理。排名最靠前的两家新三板企业为:百华悦邦和长江材料。

表 10: 新发审委上任以来各次发审会通过情况

上会日期	审核公司数	通过数	否决数	暂缓表决数
11 月 21 日	3	1	2	0
11 月 15 日	2	2	0	0
11 月 14 日	6	4	1	1
11 月 10 日	5	3	1	1
11 月 8 日	3	2	1	0
11 月 7 日	6	1	5	0
11 月 3 日	2	1	1	0
11 月 1 日	3	2	1	0
10 月 31 日	6	2	3	1
10 月 25 日	6	4	0	2
10 月 24 日	5	4	1	0
10 月 20 日	1	1	0	0
10 月 18 日	2	1	1	0
10 月 17 日	5	4	1	0
总计	55	32	18	5
各项比例		58%	33%	9%

资料来源: wind,安信证券研究中心整理

例如 11 月 3 日,钜泉光电 IPO 依旧被否,这家二度冲击 IPO 的公司问题有:①:业绩不达标
隐形标准:钜泉光电连续三年的扣非后净利润均未达到 IPO 隐形标准 3000 万元,不仅如此,三年以来公司业绩下滑 30%,在公司的招股书中,更是直接提示由于行业竞争压力大,公司净利润面临大幅下滑的风险。并且报告期内,钜泉光电大客户:深圳市昊辉微电子有限公司为钜泉光电贡献了近 50%的销售收入,应收账款也较高。

②: **收入确认模式:** 根据公司招股书披露,公司主要销售模式为经销商代理销售模式,这一模式占比更是达到了 95%,公司主要客户仅有 23 个,收入确认原则为:“将商品销售给经销商并由经销商确认收货后,公司确认收入”,这种特殊的销售模式使发审委对其业绩真实性产生了怀疑。

③: **关联交易?** : 公司在报告期内与参股子公司发生关联交易,并且在招股书中,并没有将对方认定为关联方。

④: **企业无实控人:** 公司几大股东持股比例均不能完全控制公司,故而钜泉光电暂无实际控制人,因而公司的内控制度是否健全也成了发审委所关心的一大问题。

森鹰窗业首发未获通过,公司排队 662 日后终与 IPO 无缘,主要原因为:①报告期内,发行人工程渠道销售收入占比逐年下降,工程客户应收账款占主营业务收入比例逐年上升。

②报告期内,发行人经销渠道收入占比逐年上升,经销商客户数量逐年增加,经销方式下的单位售价、毛利率都高于工程渠道和直接销售。

③发行人报告期内主要工程类、直销类客户多为房地产开发企业或其工程经销商，应收账款各期余额逐年增加。④报告期末，发行人存货较期初增加 48.82%，预付款余额较期初增加了 124.82%。此外，2016 年底到报告期末，发行人预付土地款和设备款合计 2,825.13 万元。⑤经发行人自查及中介机构持续核查发现，2013 年上海市城乡建设和交通委员会对发行人处以责令改正、罚款 10 万元的行政处罚。这些原因可总结为：**企业持续盈利能力不足、经销商问题存疑、预付款问题和信息披露问题。**

博拉网络于今年 9 月 18 日摘牌，是第三家从新三板摘牌后上会的公司，而在其摘牌时，已然获得证监会的反馈。摘牌后，公司开始清理“三类股东”。根据公司披露招股说明书和证监会反馈意见，似乎存在以下问题：**上会前夕出现股份转让、持续盈利能力存疑、信息披露存在问题、疑似存在关联交易。**

造成新三板企业过会成功率仅约半数这一现象的主要原因或有三点：

- ①：审核标准不降反升，整体过会率下滑。
- ②：三板拟 IPO 企业数量增多，引证监会格外关注。
- ③：三板与 A 股衔接存在问题：三板在会计准则、股权结构、信息披露规范等方面均与 A 股存在差异，如何适应 A 股的“生存原则”成为了三板拟 IPO 公司的一大难题。

以下为新三板 IPO 最新排队的部分公司情况：

表 11：新三板 IPO 情况（主板排队）

申报企业	拟上市板块	审核状态	排名情况	排名变化
科华控股	主板	已通过发审会	9	0
新疆火炬燃气	主板	已通过发审会	11	2
重庆顺博铝合金	主板	预先披露更新	30	2
北京挖金客信息科技	主板	预先披露更新	39	2
北京淳中科技	主板	预先披露更新	40	2
青岛海容商用冷链	主板	已反馈	47	2
有友食品	主板	已反馈	48	2
广东波斯科技	主板	已反馈	52	2
上海阿波罗机械	主板	已反馈	57	2
广东文灿压铸	主板	已反馈	59	2
福达合金材料	主板	已反馈	69	2
长虹塑料集团英派瑞塑料	主板	已反馈	70	2
苏州工业园区凌志软件服务	主板	已反馈	73	2
浙江捷昌线性驱动科技	主板	已反馈	74	2
大连华信计算机技术	主板	已反馈	80	2
苏州金宏气体	主板	已反馈	91	2
上海泰森园林	主板	已反馈	92	2
河南金丹乳酸科技	主板	已反馈	95	2
浙江国祥	主板	已反馈	99	3

资料来源：全景网、wind、证监会

表 12：新三板 IPO 情况（中小板排队）

申报企业	拟上市板块	审核状态	排名情况	排名变化
重庆长江造型材料	中小板	已通过发审会	7	0
北京聚利科技	中小板	预先披露更新	14	2
武汉明德生物科技	中小板	已反馈	20	3
深圳时代装饰	中小板	已反馈	21	3
润建通信	中小板	已反馈	22	3
厦门日懋城建园林健身	中小板	已反馈	23	3
广东宏川智慧物流	中小板	已反馈	25	3
扬州曙光电缆	中小板	已反馈	27	3
安徽扬子地板	中小板	已反馈	28	3
深圳市美之高科技	中小板	已反馈	40	4
安徽省安泰科技	中小板	已反馈	41	4
烟台招金励福贵金属	中小板	已反馈	44	4
广东奥迪威传感科技	中小板	已反馈	45	4
浙江新农化工	中小板	已反馈	47	4
锦州康泰润滑油添加剂	中小板	已反馈	50	4
同信通信	中小板	已反馈	51	4
北京流金岁月文化传播	中小板	已反馈	52	4
亚世光电	中小板	已反馈	59	4
广州广电计量检测	中小板	已反馈	62	4
湖南宇晶机器	中小板	已反馈	64	4

资料来源：全景网、wind、证监会

表 13：新三板 IPO 情况（创业板排队）

申报企业	拟上市板块	审核状态	排名情况	排名变化
北京百华悦邦科技	创业板	已通过发审会	5	0
浙江春晖智能控制	创业板	暂缓表决	13	2
广东奥飞数据科技	创业板	即将上会	14	-1
深圳市新产业生物医学工程	创业板	预先披露更新	21	1
北京指南针科技发展	创业板	预先披露更新	25	2
苏州宇邦新型材料	创业板	预先披露更新	28	1
深圳市捷佳伟创新能源	创业板	预先披露更新	35	0
广东海纳川生物科技	创业板	已反馈	45	0
江苏华灿电讯	创业板	已反馈	48	0
和力辰光国际文化传媒	创业板	已反馈	49	0
珠海派诺科技	创业板	已反馈	50	0
浙江瑞盟新材料科技	创业板	已反馈	52	1
沈阳麟龙科技	创业板	已反馈	55	1
新疆慧尔农业集团	创业板	已反馈	56	1
北京时代凌宇科技	创业板	已反馈	58	1
郑州天迈科技	创业板	已反馈	62	3
科顺防水科技	创业板	已反馈	65	3
青岛国林环保科技	创业板	已反馈	66	3
上海艾融软件	创业板	已反馈	75	6
浙江恒达新材料	创业板	已反馈	79	6
深圳市贝斯达医疗	创业板	已反馈	85	6
北京朝歌数码科技	创业板	已反馈	87	6
深圳市有方科技	创业板	已反馈	91	6
武汉微创光电	创业板	已反馈	96	6
明光浩森安防科技	创业板	已反馈	97	6

资料来源：全景网、wind、证监会

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇娇	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034