

上市資訊

2018年1月号（总第19期）

发行上市中心

2018年1月5日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

慈溪市精英企业家走进上交所

青岛市金融干部及企业家走进上交所

常州市经开区政企代表团走进上交所

【市场前沿】

“新蓝筹”进化论：沪市寻觅“BAT” 2.0，新兴产业成
主板“流行色”

【课题研究】

数字阅读行业研究及信息披露监管思考

【案例分析】

松辽汽车非公开发行股票

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至12月31日，今年上交所IPO上市企业214家，募集资金1376.56亿元，股票再融资企业247家，募集资金6201.50亿元。

2、在会审核企业情况

截至12月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计519家。其中，上交所在审企业241家，深交所在审企业278家（中小板79家、创业板199家）。

3、新增IPO申报情况

截至12月31日，今年新增IPO申报企业共计410家，其中，上交所178家，深交所232家（中小板55家、创业板177家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至12月31日，本所2017年已完成公司债累计发行1149只，发行金额14333.54亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至12月31日，本所2017年已完成资产支持证券挂牌271只，发行金额4306.53亿元。

3、债券上市情况

截至12月31日，本所各类债券挂牌数量已达10386只，比去年年底增加2309只，增幅28.6%；债券托管金额已达7.41万亿元，比去年年底增加1.2万亿元，增幅19.4%。

【交流动态】

1、2017年12月13日，慈溪市领导干部率领精英企业家代表一行30余人赴上交所参观交流。此次来访的企业涉及家用电器、新材料、医药、医疗器械、动漫等多个行业。学员们在讲解员的带领下参观了股票陈列室和交易大厅，随后，发行上市中心专家就多层次资本市场现状、发展趋势、新蓝筹行动及IPO审核要点做了详细讲解。上交所将继续加强与慈溪市的交流合作，为企业对接资本市场提供优质服务。（供稿人：陈力）

2、2017年12月12日，青岛市中小企业公共服务中心组织金融干部及拟上市企业一行20余人，赴上交所学习交流。发行上市中心专家就资本市场形势与机遇、企业发行上市政策等内容做了详细讲解，并与学员进行了互动交流。随后，学员们参观了交易大厅。本次培训交流帮助来访的金融干部与企业家加深了对资本市场的认识与理解。（供稿人：魏舒）

3、2017年12月7日，由常州经开区经发局局长李德森带队，当地相关政府干部及拟上市企业高管一行80余人，赴上交所交流学习。发行上市中心专家就当前资本市场形势，上市要求和策略做了深度解读。此次交流培训活动，加深了企业对资本市场的了解和对公司上市意义的认识。上交所将继续支持常州经开区，服务企业更好对接资本市场。（供稿人：朱吉炜）

【市场前沿】

“新蓝筹”进化论：沪市寻觅“BAT” 2.0， 新兴产业成主板“流行色”¹

新主板、新蓝筹

沪市主板正在引入新的成色，以往传统大蓝筹的形象正在往更轻盈、更创新的形象转变。2017年沪市新上市公司中，战略新兴产业、高新技术企业为111家、177家，占全年IPO总家数的53.9%和85.9%。

目前，新主板的“新”特色又增加了不少“603”的群体。上交所理事长吴清日前透露，支持未来的BAT公司，就是新蓝筹行动的目标。随后，上交所副理事长张冬科在公开场合亦对新蓝筹行动做了进一步解释：“新蓝筹”即“新经济+蓝筹”，上交所今后要积极吸引和服务三类新蓝筹企业，包括传统产业优化升级企业、新经济企业和高技术企业。二级市场上，尽管今年白酒、保险等传统蓝筹展现了无限风光，但新经济背景下的沪市新蓝筹也显露“尖尖角”，如士兰微（600460）、长电科技（600584）等5G、半导体芯片、人工智能行业股走势也很强劲。吴清表示，目前新蓝筹行动还处于初步启动阶段，下一步，上交所将为新蓝筹公司设计更有针对性的服务方案，对不同的行业、企业采取不同的服务模式。

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

寻找新“BAT”

将沪市主板市场从过去以传统大盘蓝筹为主，转变为多层次、多样化、有包容性的新蓝筹市场，这是现在可见的上交所展现出来的发展动向。日前，有券商投行人士向 21 世纪经济报道记者表示，尽管战略新兴板没有成行，但沪市主板引导、助力新兴产业的“态度”持续未变。

2017 年以来，为进一步适应经济发展趋势和企业上市形势的深刻变化，更好地服务实体经济、区域经济和新经济，上交所强调“新蓝筹”概念，提出将“新蓝筹”行动作为市场服务的新起点，对新涌现的优质企业重点关注、重点服务。

统计数据显示，近五年时间，上交所市场服务人员奔赴全国各地，包括西部偏远地区、全国贫困地区，实地走访企业共 5000 多家次，为新兴产业潜力公司提供专业服务。2017 年截至 10 月 31 日，上交所走访企业已达 1123 家次，主办或参与举办的企业改制上市培训班 129 场，培训企业 5436 家次。

“对于交易所来说，要做的事情还有很多。新蓝筹行动计划，重点挖掘两类企业：一是新兴行业的领军企业；另一类是正在进行转型升级的传统产业的蓝筹企业，交易所为这两类企业提供上市服务、政策咨询、投资引导等。”上交所资本市场研究所所长施东辉说。

上交所理事长吴清也指出，新蓝筹行动主要是强化发行上市服务，培育优质上市资源，助力新技术、新产业、新业态、

新模式的发展壮大。上交所已专门成立发行上市中心，重点关注新蓝筹公司，后续还将加强对此类公司的联络、服务及培训，不断提升服务能力，不断完善中心建设。同时，要继续加强与工信部、商务部、科技部、中科院等相关部门合作，及时沟通交流，对重点区域及公司指导。他提出一个愿景：希望未来十年产生的新一代“阿里、腾讯、百度”能优先选择在上交所上市。

新蓝筹结构优化

从结构层面来看，沪市主板对代表传统产业转型升级和新经济的优质企业已经敞开大门，积极相待。

“在充分发挥蓝筹股市场优势的基础上，支持创新发展、经济转型，培育世界级、创新性企业，持续优化市场服务体系和战略，做精做细市场服务手段，积极争取符合上市条件的优质公司在上交所上市。”上交所相关人士对记者指出。

上交所最新统计数据显示，2017年初至11月底，沪市首发上市企业206家，募集资金1310.9亿元，同比分别增长100.0%、29.9%；新增报会企业145家，较2016年全年增长4.3%。

2017年沪市新上市公司中，战略新兴产业、高新技术企业为111家、177家，占全年IPO总家数的53.9%和85.9%。这意味着，2017年沪市主板新股中，“战新”产业已占五成。

众所周知，上交所的沪市主板一直以聚集大批国民经济支柱企业、行业龙头企业的“大盘蓝筹”为主要特色，但从以上数据不难发现，近年来，伴随着“新蓝筹”理念和行动的启动推进，

已有越来越多的新经济、高技术企业向上交所聚集。

它们促进了沪市主板市场企业结构的优化。上交所相关人士表示，1300余家沪市上市公司中，属节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等战略性新兴产业公司已达29%，比2013年提高整整8个百分点。

“战略新兴产业企业已逐渐成为近几年来沪市新上市公司的主力军，‘新蓝筹’概念虽然出现不久，但成员队伍其实一直在快速壮大。”上述上交所相关人士指出。

“603”群体的化学反应

高新技术和战略新兴产业上市公司为沪市注入了新的活力，市场对上交所的固有印象发生转变，反过来又吸引更多优质公司愿意将自身长远发展需求与交易所市场发展战略、市场地位和市场形象相结合而选择到沪市主板上市。

近段时间，21世纪经济报道记者在对一些沪市主板次新上市公司采访中了解到，在上市前，不少公司都有沪市主板是大盘蓝筹股天下的想法，自恐不及，但后来，在与市场服务人员的一次次接触、一次次深谈中逐渐改变认知。

统计数据显示，截至目前，沪市上市公司中逾50只个股的总股本低于1亿股，流通股本低于3000万股的有67只，最少的仅有1500万股。“上市后，公司品牌得到了很大提升，基于对沪市主板公司的信任，客户维护成本无形中降低。”一家今年下半年才上市的“603”公司董事长表示。

不仅是上市企业方，二级市场对于“新蓝筹”更是抱有热情。时值新旧年之交，对于后续市场热点，不少投研机构提出将目光转移到“新蓝筹”。多家券商报告指出，作为消费升级的需要，移动支付、机器人、大数据和 5G 等新兴产业下的新蓝筹，有望成为新的投资方向。方正证券指出，新蓝筹投资逻辑是寻找低 PEG，并能引领或代表未来中国新经济的行业与标的，甚至能给予其高于旧周期的 PE 估值空间。

一位华东地区公募投资总监指出，“新蓝筹”的推动也可间接促进 A 股市场价值投资理念的扎根。目前我国资本市场仍是个人投资者为绝对主流，个人投资者的投资习惯就是追涨杀跌，炒题材。而随着“新蓝筹”的出现，市场对于题材的炒作有望发生转变，绩差股或将进一步遭到市场抛弃。（来源：2017 年 12 月 12 日 21 世纪经济报道 记者王丹 编辑杨颖桦）

【课题研究】

数字阅读行业研究及信息披露监管思考²

上交所上市公司监管一部 曹璐 操龙飞

一、数字阅读行业总体情况

（一）数字阅读行业发展简况

数字阅读包括两层含义：一是阅读对象的数字化，如网络小说、电子地图、数码照片、博客、网页等；二是阅读方式的数字化，即阅读的载体、终端不是平面纸张，而是带屏幕显示的电子仪器，如 PC、PDA、MP4、笔记本电脑、手机、阅读器等。数字阅读涵盖范围广，主要包括以数字文件为内容载体的公开出版物，以其呈现形式不同分为：网络文学/出版书电子版，漫画，有声读物和其他（以报纸、期刊、杂志、论文等为代表的电子期刊）等，其中又以网络文学和出版书电子版为主。

数字阅读行业诞生自 21 世纪初，经历了三个发展阶段。一是 2005 年之前萌芽阶段，数字阅读网站开始出现。彼时数字阅读形式以网站为主，以榕树下、红袖添香小说网为代表。二是 2006 年至 2010 年商业模式探索阶段，付费阅读模式开始兴起。随着互联网终端的普及，用户数量开始快速增长，付费阅读模式开始兴起，起点中文网、晋江文学城、红袖添香小说网开始流行。三是 2010 年至今高速发展阶段，市场格局基本形成。随

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

着智能手机的普及，数字阅读市场开始向移动阅读方向快速发展。截至 2016 年底，数字阅读用户规模达 3.33 亿人，网络文学作品总数达 1160 万部，覆盖了 200 多个题材，首次超过传统出版物。随着 90 后、00 后成主要消费群体，用户付费意识基本养成，版权问题得以解决，催生了一大批优质内容输出作家。

（二）数字阅读行业现状

从行业总体看，数字阅读已十分普及，并成为资本推动行业发展聚集之地。据《2016 年度中国数字阅读白皮书》，主要表现在：一是市场整体规模发展快速。2016 年中国数字阅读市场已达 120 亿，同比增长 25%。2011-2016 年复合增速约 35%；二是内容结构三分天下。网络文学占 38.1%，有声读物占 24.3%，电子书阅读等占 37.6%；三是用户规模持续增长。2016 年数字阅读用户规模达 3.33 亿人，同比增长 12.1%。据 Frost & Sullivan 预测，2020 年用户规模将达 4.21 亿人，2016-2020 年用户数量复合增速为 6%；四是市场格局渐趋稳定成型。随着腾讯、阿里、百度等互联网巨头及资本的不断涌入，以阅文集团、掌阅科技、阿里文学、中文在线等为代表的行业龙头开始形成并渐趋稳定。

从细分市场看，手机阅读成为近年来数字阅读的增长主力。2016 年中国成年国民图书阅读率 58.8%，较 2015 年上升 0.4%；数字化阅读方式的接触率为 68.2%，较 2015 年上升 4.2%。具体而言，网络在线阅读接触率和手机阅读接触率均已连续八年上升，而其他数字化阅读方式的接触率有所下降。其中，网络

在线阅读接触率 2016 年达 55.3%，手机阅读接触率达 66.1%，已连续三年超过网络在线阅读，并逐渐拉开距离。

二、数字阅读行业产业链及商业模式

（一）数字阅读行业产业链环节及其运营特点

经过多年发展，数字阅读产业链已形成了以上游作者和内容提供方、中游数字阅读平台、下游 C 端用户和 B 端影游公司为核心的全产业链，且各产业链环节具有其独特的运营特点。

内容生产处于数字阅读产业链最上游，优质文学内容是行业价值变现关键。上游产业包括作者、内容及内容提供商，作品内容分为电子书和网络原创文学两类。

中游阅读平台联接上游内容与下游读者，是数字阅读产业的中心环节。根据获客来源不同，中游环节的主要参与者可分为三类：一是以强大的通讯网络作为获客渠道的电信运营商，如中国移动、联通、电信等；二是已自有大型互联网流量获客平台的互联网巨头，如腾讯、阿里；三是自建 APP 等独立阅读平台公司，如掌阅科技、平治信息、中文在线等。按照载体的不同，数字阅读平台可以分为 PC 端平台、移动端平台、电子书阅读平台、有声阅读平台等。数字阅读平台通过向终端用户提供阅读及增值服务来实现流量变现和收入获取。

下游用户处产业链末端，是数字阅读产业的价值实现环节。下游用户主要包括 C 端个人用户、B 端影视制作公司和游戏公司等，通过向中游支付订阅费用或打赏、向上游支付版权费用

或收入分成来参与数字阅读市场。随着个人付费习惯养成和顶级内容的版权价格增长，市场形成了快速增长和正向循环。

（二）数字阅读行业盈利模式

数字阅读行业的主要盈利模式可分为用户付费订阅和打赏、广告营销、版权增值、硬件销售等。其中，用户订阅和打赏是最主要方式，2016年我国数字阅读收入98.6亿，在120亿元市场总份额中占比达82.2%。目前已有超2/3的企业通过广告营销或版权增值变现，版权增值、广告营销及硬件销售等其他业务收入占比也从2015年不到10%提升至2016年的17.8%。具体而言，数字阅读行业的四种盈利模式如下：

一是用户付费订阅和打赏。大部分平台首先会向读者免费提供电子书部分章节内容，用户拟进一步阅读则需对后续章节进行付费，用户也可通过充值会员等方式进行海量免费图书阅读。此外，PC端电子阅读网站还可通过“打赏”的方式获得用户付费，打赏收入在作者和平台间进行分成。

二是广告营销。广告营销业务是阅读平台拥有的用户流量所产生的媒体价值，为广告主提供广告营销服务，并收取广告营销费用。2016年我国数字阅读市场广告收入达5.76亿，同比增长55%，占整体数字阅读市场规模的4.8%。目前，广告的变现以PC端广告为主，国内知名网络文学网站流量变现主要以CPT模式为主，即通过广告展示时长对广告主进行收费；而数字阅读移动端为了保证阅读体验，已不再进行广告变现。

三是版权增值。版权产品业务中，平台公司通过运营采购所获得的网络原创文学版权，向阅读服务提供商、影视制作公司、游戏研发公司等各类文化娱乐类客户输出其内容价值和 IP 价值，从而获取版权或改编权的销售收益。2016 年我国数字内容版权收入从 2015 年的 4.1 亿元，增长至 7.8 亿元，年内增长近 100%，市场增速强劲。未来传统文学内容改编授权市场发展空间巨大，IP 变现方面将是未来数字阅读行业发展的主要方向。

四是硬件销售。硬件销售主要通过销售电子书阅读器硬件获得收入，例如亚马逊的 Kindle、掌阅科技的 iReader 等。硬件终端可提供优质阅读体验，形成流量聚集平台和提升用户粘性。

（三）数字阅读行业目前存在的主要问题

一是网络原创文学内容同质化严重，精品内容稀缺。在明星示范效应的作用下，大批网络写手进入这一领域，网络文学作品数量众多，同质化严重，精品内容仍然稀缺。

二是传统出版文学内容整合效率仍待提高。传统出版企业一方面被逼向数字化转型，另一方面也成为数字阅读领域未来竞争的重要内容资源。我国传统出版行业条块分割、地区保护、资源高度分散，整合仍然存在较大难度。

三是互联网领域高度竞争，用户资源争夺激烈。数字阅读服务行业对用户资源存在高度竞争，数字阅读企业必须加大技术创新提升产品的阅读体验，并通过渠道推广、广告营销等方式打造品牌形象，形成并巩固在用户资源方面的竞争力。

三、数字阅读行业上市公司基本情况及对比分析

(一) 上市公司基本情况

我国数字阅读整体呈现“一超多强”的竞争格局，具有代表性的上市公司主要有4家，分别为阅文集团（0772.HK）、掌阅科技（603533.SH）、中文在线（300364.SZ）和平治信息（300571.SZ）。我国数字阅读行业上市公司呈现以下几个特征。

一是总体业绩规模较小，增长速度较快。2016年度，4家上市公司共实现营业收入48.25亿元，同比增长72.03%，共实现净利润1.93亿元。其中，阅文集团整体业务体量最大，其大量自有内容规模效应显现，且前期收购、拓展等扩张带来业绩增长，2016年实现营业收入25.57亿元，同比增长59.1%，净利润3036万元，扭亏为盈。掌阅科技财务相对稳健，近年保持良好的增长曲线，2016年实现营业收入11.98亿元，同比增长87.23%，净利润7721万元，同比增长161.1%。

二是收入结构较为单一，以用户付费阅读为主。虽然各上市公司开始布局影视联动、版权运营等业务，但该类IP业务仍在探索，用户付费阅读仍是行业最核心收入。2016年四家上市公司该业务营收占比均大于50%，掌阅科技甚至达到94.06%。

三是整体毛利率偏高，变动趋势出现分化。4家公司2015年来的平均毛利率均稳定维持在40%左右，但存在分化。其中，阅文集团和中文在线近年来毛利率呈现上升趋势，阅文集团主要是规模经济效应以及版权运营业务收入占比不断提升，中文

在线则是在毛利率较高的 IP 变现方面近年发展迅速。

四是整体估值偏高，市值个体差异较大。截至 2017 年 11 月 30 日，4 家公司平均动态市盈率高达 145.81，远高于所属的移动互联网行业动态市盈率的中位值 37.95，估值偏高。4 家公司总市值 1,094.25 亿，平均值为 273.56 亿，其中阅文集团和掌阅科技作为行业龙头，市值较大，分别为 815.78 亿和 174.68 亿。

（二）经营模式对比分析

从行业产业链条看，上述 4 家上市公司均属中游阅读平台类公司，是整个产业的中心环节。数字平台类公司的核心竞争力主要体现在渠道推广、内容积累、产品表现，三方面互相支撑、互相促进。具体到每家公司而言，各具特色，各不相同。

1. 渠道推广方面

（1）阅文集团主要依托腾讯庞大的社交生态和渠道资源进行营销推广，具有显著的先天渠道优势。阅文集团是 2015 年由腾讯文学和原盛大文学整合成立的平台，属于互联网平台类公司，得益于腾讯强大的流量支撑，渠道来源广泛，优势显著。

（2）掌阅科技采用 APP 预装、应用商店和互联网广告三种渠道渗透模式，重点布局手机预装市场。掌阅科技主要通过开发自有阅读平台，获取内容和用户流量，是国内较早进入移动端平台品牌建设的公司，在起点中文网等 PC 端平台发展已成熟情况下，通过 APP 预装、应用商店和互联网广告推广三种推广模式，分别通过手机厂商、电信运营商、推广代理商和互

联网公司 4 个渠道，成功抢占了移动阅读市场先机。

(3) 中文在线采取“自有渠道和合作渠道”双管齐下的推广方式。中文在线旗下自有渠道包括 17K 小说网、汤圆创作、等网站、客户端，覆盖用户超 8,000 万。同时，还与外部渠道开展合作，目前已与电信运营商，与腾讯网、网易云阅读等互联网平台，与华为、魅族等手机硬件厂商等均建立合作关系。

(4) 平治信息借助新媒体推广网络文学内容，在精准营销方面拥有差异化竞争优势。旗下的自有阅读平台采用“网页版+微信公众号+APP 客户端”三种渠道并行的经营方法，侧重通过微信、微博等新媒体账号导流量。目前，公司已在微信、新浪微博、今日头条等多个平台自营新媒体账号，向用户精准推送。

2. 内容积累方面

(1) 阅文集团内容数量占有率第一，侧重于网络文学，竞争优势明显。内容数量上，2016 年底阅文平台内容库总计 840 万部作品，覆盖 200 多种题材，市场占有率达 72%，业内遥遥领先。内容构成上，以原创网络文学作品为主，占比达 95%。内容来源上，率先抢占丰富的作家资源，2016 年底旗下各类作家逾 530 万位，占全部网络作家的 88.3%，垄断竞争优势明显。

(2) 掌阅科技以外部内容为主，主要与各文学网站、文学平台合作获取内容，纸质作品的电子版方面占据优势。在内容数量及来源上，掌阅科技与阅文集团差距较大，拥有数字内容 51.34 万部，市场占有率仅 5.2%，其与作家直接签约的自有内

容规模也较小。但在内容构成上，掌阅科技着重塑造“线上图书馆”的品牌形象，大力引入出版图书，出版图书的数量和质量较为突出，在出版物电子书的版权储备上形成内容差异。

(3) 中文在线侧重原创内容积累，内容创造行业领先，同时着力发展后端 IP 衍生。目前中文在线以超过 200 万作者、500 万部作品数在主流网文原创平台中位居第二。公司不仅有 17K 小说网等互联网原创文学平台，还签约了众多传统知名作家。

(4) 平治信息侧重移动有声阅读领域，采取内容差异化竞争方式。平治信息在话匣子听书产品的运营过程中积累了大量早期用户数据和运营经验，先后促成了天翼阅读基地、联通阅读基地、移动阅读基地听书业务的开展。在内容来源上，公司主要通过签约作家来生产内容，内容以女频为主。

3. 产品表现方面

(1) 阅文集团在 PC 端占据绝对优势。2016 年阅文集团 PC 端网络阅读用户占比达到 46.5%，遥遥领先于依次排名的百度文学（18.1%）、中文在线（13.5%）、阿里文学（1.5%）及掌阅科技（1.1%）。主要因为原盛大文学旗下各网站在 PC 端较早的布局，以及现已形成的庞大的内容资源库和作家积累。

(2) 掌阅科技、阅文集团在移动端竞争激烈，掌阅科技阅读体验较好，用户付费意愿更强。目前，国内数字阅读移动端产品主要为掌阅旗下的“掌阅”和阅文旗下的“QQ 阅读”APP 产品。二者 2016 年市占比已超过 50%，其中，QQ 阅读占比为

27.9%，略高于掌阅的 24.7%。但在阅读体验方面，掌阅科技在排版引擎、翻页技术以及护眼等方面均具有拥有较强的技术优势，还同步开发了 iReader，为用户提供了更优质的阅读体验。

四、数字阅读行业信息披露的监管思考

（一）强化行业信息披露监管要求

目前数字阅读行业上市公司均为阅读平台类公司，处产业链核心，其渠道推广、内容积累及产品表现等是关键竞争要素，有必要强化对相关非财务经营性信息的定期报告披露要求。

一是细化渠道来源及推广模式的披露。数字阅读公司一般有自有平台及外部合作渠道两类推广方式，但目前渠道信息披露较为分散，披露完整性也不统一。因此，建议细化披露内部渠道、外部渠道的具体来源及客户覆盖占比，披露与外部平台的具体合作模式、分成比例及具体费用情况，同时，建议关注不同推广模式下公司利润率的变化情况及匹配度。

二是细化内容来源及合作模式的披露。目前，数字阅读公司主要通过抢占作家、出版社等上游资源，形成内容积累优势，同时也是未来 IP 泛娱乐化发展的主要基础。建议细化披露内容来源的主要类别及占比，与作家、出版社的具体授权内容、合作模式、分成比例等。已有 IP 泛娱乐衍生业务的，还要披露相关收入占比、可持续性以及对公司的影响。

三是强化产品运营数据的实时披露。建议披露主要平台的用户数量、活跃用户数、付费用户数、ARPU 值、充值流水等

披露，并关注其实时变化情况，若出现较前三个月出现 50% 以上的下滑重大变化时，应督促公司及时、充分进行风险提示。

（二）加强预警预判，防范二级市场炒作

一是及早熟悉公司情况，加强对风险事项的预警预判；二是持续跟踪行业动态、券商研报、公司新闻、股票交易等信息，督促公司实时澄清对投资者决策具有重大影响的舆情信息；三是对于股价异动频繁等情形，适时寻求与市场监察部门、地方证监局等的监管协作，发现重大违法违规线索的，及时提交稽查等。如掌阅科技股票上市后连续涨停，监管中持续予以高度关注。鉴于券商研报对公司未来业绩增长趋势的预测与公司历史业绩严重不符，监管中及时督促公司发布澄清公告，说明实际情况。同时，督促公司多次进行同行业市盈率比较，对公司估值偏高交易风险持续进行动态风险提示，启动股价联动监管程序。公司股价连续 22 个涨停时，及时对公司实施了停牌冷却。

（三）加强行业研究，适时推动信息披露指引的制定

对目前行业披露缺乏统一规范现状，建议加强行业研究，进一步梳理不同平台经营下的业务模式、盈利模式和关键经营性指标，并研究该行业后续在 IP 泛娱乐行业的发展模式及风险点。随着行业公司数量增加，可在此基础上适时推动制定数字阅读的行业信息披露指引，为涉足数字阅读领域公司提供信息披露依据，以更有效揭示核心行业非财务信息。（摘编：张冯彬）

【案例分析】

松辽汽车非公开发行股票³

上海证券交易所《证券法苑》第 19 卷

一、交易背景和目的

本次交易主要涉及四方主体：上市公司松辽汽车、上市公司原控股股东亦庄国投、上市公司未来控股股东文资控股、拟注入标的资产耀莱影城和都玩网络。各交易主体交易动机如下：

（一）松辽汽车

松辽汽车原主营业务为汽车整车车身零部件研发、生产及其他汽车生产配套服务，于 1996 年在上海证券交易所上市。2009 年底开始处于停产状态，2010 年 3 月，亦庄国投以 4.9 亿元的转让价格购买松辽汽车原控股股东所持 25% 的股权，成为上市公司第一大股东。亦庄国投控制期间，松辽汽车仅依靠规模较小的贸易业务支撑运营，一直处亏损或微利状态。截至本次交易策划前（2014 年 6 月），上市公司资产负债率达 98%。

2014 年年报之后公司将会被实施退市风险警示，若 2015 年不能实现扭亏为盈且净资产转正，则上市公司将退市。因此上市公司亟需注入优质资产，扭转经营困局。

（二）亦庄国投

亦庄国投成为松辽汽车第一大股东以来，一直致力于谋划

³ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

重组工作。经过两次失败的重组后，亦庄国投放弃了主导上市公司的想法。截至本次交易停牌前，松辽汽车市值 16.4 亿元，亦庄国投持股市值仅 4.1 亿元。即便不考虑时间成本，收购松辽汽车对亦庄国投亦是一笔亏损的投资。迫于退市压力，亦庄国投亟需引入第三方注入优质资产，以实现所持股权的增值。

（三）文资控股

北京市文资办是北京市政府授权负责授权范围内国有文化资产监管的市政府直属机构，统筹规划和实施北京文化改革发展相关工作，负责文化投资、资本运作、国有文化企事业单位资产管理及文化创意产业园区、重大文化项目的立项和实施。

（四）耀莱影城和都玩网络

1.耀莱影城

耀莱影城业务涵盖影城经营管理、影视投资制作、文化娱乐经纪三大板块。利润规模方面，耀莱影城 2012 年、2013 年、2014 年分别实现净利约 3,000 万、6,600 万、15,700 万。2015-2017 年预期实现净利润分别为 22,000 万、31,000 万、33,767 万。

耀莱影城实际控制人为綦建虹（持股约 65%），有多年奢侈品从业经验，在影视圈拥有成龙核心资源，可在境内独家使用“成龙”品牌运作影城业务，并在投资拍摄由成龙担当主演的影片及成龙的艺人经纪方面具有先发优势。君联资本下属天津君睿祺和华谊兄弟（天津）互动娱乐是耀莱影城的另两个股东。

2.都玩网络

都玩网络业务涵盖游戏研发和平台运营两大板块，其中游戏研发是传统优势业务，也是报告期收入的主要来源，平台运营是报告期新增业务，但增长势头明显，收入占比逐步提升。

利润规模方面，都玩网络 2012 年、2013 年、2014 年分别实现净利约 800 万、6,300 万、11,000 万，2015-2017 年预期实现净利分别为 13,200 万、16,300 万、19,298 万。都玩网络的股东为冯军、郝文彦等创业团队，未引进 PE 股东。

总体而言，影视和游戏是策划本次交易时市场关注度最高的细分文化领域，满足了松辽汽车、亦庄国投、文资控股等交易各方对注入资产的行业要求。

从估值角度而言，本次交易在 2014 年 6 月停牌策划时，二级市场尚未迎来主升行情，松辽汽车开始停牌时（2014 年 6 月 17 日）的市值为 16.39 亿，整体处相对较低水平；而影视和游戏资产却是当时市场极为追捧的标的。按照 2014 年 6 月 30 日为评估基准日，耀莱影城 100% 股权的评估及交易价格确定为 23.20 亿，都玩网络 100% 股权评估值及交易价确定为 14.28 亿。

二、交易方案

（一）交易方案概要

松辽汽车向文资控股、耀莱文化、君联嘉睿、姚戈、冯军、郝文彦、立茂投资、京润资本、安赐文创一号和上海丰煜 1 号等十名特定投资者非公开发行 600,308,500 股人民币普通股（A 股），募集资金总额为 38.90 亿（含发行费用）。参与认购的投

资者中，文资控股现金认购 11.8 亿，成为公司新控股股东。耀莱影城的实际控制人通过耀莱文化现金认购 9.14 亿、都玩网络的实际控制人直接及通过立茂投资现金认购 7.04 亿，位列第二、三大股东。耀莱影城和都玩网络的原股东在现金出售标的公司 100% 股权情况下，同时现金认购上市公司增发的股份，基本实现重组交易中 50% 股份支付、50% 现金支付的目的。其他投资者中：君联嘉睿是在耀莱影城原股东天津君睿祺的持股基础上，引进冯小刚、张国立、黄晓明、李冰冰等著名导演和一线明星作 LP，为耀莱影城业务发展嫁接资源。

（二）股份锁定期

非公开发行完成后，新控股股东文资控股认购的股份自发行结束日起六十个月内不得转让，其他三十六个月内不得转让。

（三）标的资产估值情况

1. 耀莱影城 100% 股权估值

按 2014 年 6 月 30 日为评估基准日，耀莱影城 100% 股权的评估及交易价格确定为 23.20 亿，按承诺的 2014 年扣非净利润 1.45 亿，本次交易对价对应的动态市盈率为 16 倍。截至 2014 年 6 月 30 日，耀莱影城净资产为 3.57 亿，本次交易对价对应的市净率为 6.51 倍。而同期上市公司收购影视企业的动态市盈率均值为 14.73 倍，市净率均值为 6.35 倍。

2. 都玩网络 100% 股权估值

按 2014 年 6 月 30 日基准日，都玩网络 100% 股权的评估值

及交易价格确定为 14.28 亿，按承诺的 2014 年扣非净利 1.02 亿，本次交易对价对应的动态市盈率为 14 倍。截至 2014 年 6 月 30 日，其净资产为 0.64 亿，本次交易对价对应市净率为 22.36 倍。

（四）盈利承诺及补偿情况

本次收购承诺期为 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年。

耀莱国际、耀莱传媒及认购本次非公开发行股份的耀莱文化共同承诺耀莱影城 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年实现的扣非净利润分别不低于 1.45 亿、2.20 亿、3.10 亿、3.38 亿。补偿方式上，先由耀莱国际、耀莱传媒以其转让耀莱影城股权的转让对价按现金方式进行补偿，不足部分以耀莱文化认购的本次股份补偿，还有不足由耀莱影城盈利承诺方自筹现金补偿。

分别向发行人转让都玩网络 48.07%和 51.93%股权的智道投资和安泰投资及认购本次非公开发行股份的冯军、郝文彦和立茂投资共同承诺都玩网络 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年实现的扣非净利润分别不低于 1.02 亿、1.32 亿、1.63 亿、1.93 亿。补偿方式上，先由智道投资、安泰投资以其转让都玩网络股权的转让对价按现金方式进行补偿，不足部分以冯军、郝文彦和立茂投资认购的本次非公开发行股份进行补偿，如还有不足部分由都玩网络的盈利承诺方自筹现金补偿。

（五）本次交易是否构成借壳上市或关联交易

本次交易不构成借壳上市，也不构成关联交易。

（六）交易前后上市公司股东、资产、盈利能力变化情况

本次发行完成后，公司主营业务将增加影城运营、影视投资制作、文化娱乐经纪和网络游戏的开发运营，公司的业务结构大幅优化，持续盈利能力和利润水平显著增强。

三、交易特点分析

（一）非公开发行实现控制权变更、同时购买不同主业资产,规避重组上市

从方案看，这一交易利用创新架构设计，并引入第三方优质资产，巧妙实现北京文资办下属北京文投集团上市。其交易结构的特殊在于：第一，在“非公开发行”环节需要获得证监会核准批文，而在以现金“收购资产”环节却几乎没有什么特别规定；第二，认购非公开发行股份的投资者和购买的标的资产的股东并不完全一致，当时成功规避了重组上市的认定标准。

本次发行及募集资金投资项目完成后，上市公司将以江苏耀莱作为影视平台，致力于影城运营、影视投资制作及文化娱乐经纪业务；以都玩网络为网游平台，致力于网络游戏的开发运营，形成“影视+游戏”协同发展的业务格局。实际上，这笔交易等于是耀莱影城与都玩网络借壳上市，华谊互动娱乐、天津君睿祺等趁机变现。北京市文资办的控股，一是从文化产业政策层面获得支持，二是方便从亦庄国投借到壳，亦庄国投则借机将松辽汽车的壳资源脱了手。松辽汽车此次重组，亦是通过设计交易而绕开借壳甚至规避了重大资产重组的经典案例。

一方面，按照重组办法规定，上市公司按照经证监会核准

的发行证券文件披露的募集资金用途，购买资产、对外投资的行为，不适用重组办法。这意味着，以定增募投资金购买资产的行为可能并不构成重大资产重组，更不涉及借壳。

另一方面，重组办法对募投资金购买资产进行了约束：若特定对象以现金或资产认购定增后，上市公司用同一次定增募投资金向该特定对象购买资产的，将视同为上市公司发行股份购买资产。简言之，认购资金方和资产方重合的话仍会视为重大资产重组。但在松辽汽车上述交易中，所购买的耀莱影城、都玩网络的控股股东，分别为北京耀莱投资和自然人股东，与定增后变更的控股股东并不完全重合。近年来在先变更上市公司控股权的重组案例中，定增认购方与标的资产股东不完全重合，或新晋大股东所持购买标的部分股权，且未触发购买资产占比红线、定增后上市公司无实际控制人等设计安排，都成为借道定增却规避借壳的重要途径。

（二）壳公司实现转型

本次交易方案捆绑收购两家独立的、但业务上有协同效应的公司，虽然标的资产规模远超上市公司本身，但标的资产的股东方未取得控制权，文资控股取得控制权，且与标的资产无产权关系，规避了借壳的条件，因此本次交易不构成借壳。

松辽汽车已停产五年之久，是一家壳公司，是一起典型的中央和地方国资管理部门为解决落后产能出清，将让渡控制权与引入优质资产组合实施的案例。

借壳上市在挽救危机公司、活跃并购交易等方面发挥了一些作用。但总体而言，“壳”公司所引发的买卖、转手和炒作等行为，扭曲了市场定价功能，产生了较大负面影响。

（三）锁价较低

松辽汽车披露的定增预案显示，公司拟以 6.48 元的价格定向增发 6.09 亿股。2014 年 8 月 14 日复牌后，连续 10 涨停，股价飙升 159%；8 月 27 日报价 18.94 元，超过该股历史最高价，市值暴涨 26 亿元。松辽汽车还因冯小刚、张国立、李冰冰、黄晓敏等知名演员参与定增成为市场关注的热点，新任股东及其背景、影视网络游戏热点概念及明星“扎堆”入股的光环等，都是此次重组背后市场热议的关注点。上市公司业绩表现是否能与股价保持一致，会不会影响中小投资者利益，都值得思考。

四、案例点评

（一）对以“三方交易”形式规避重组上市的监管思考

本案例具有“三方交易”的特点，即通过向上市公司新控股股东、实际控制人以外的第三方购买资产而规避被认定为重组上市的交易。据《重组办法》第 13 条的规定，构成重组上市需同时符合三大要件：上市公司控制权发生变更，控制权人变更为收购人；上市公司向收购人及其关联人购买资产；购买的资产达到法定规模。三方交易主要围绕收购人与资产控制权人间的差异做文章，从而达到规避重组上市监管的目的。近期被否决案例中，申科股份、南通锻压等具有典型的三方交易特征。

三方交易中，由于上市公司的新控股股东或实际控制人既非上市公司原来的控股股东或实际控制人，也非标的资产的控股股东或实际控制人，因此不仅上市公司控制权和主营业务面临更替，甚至连拟装入上市公司的大体量资产的实际控制权也面临变化。因此，相较典型重组上市，三方交易对上市公司和标的资产未来控制权能否稳定、业务能否持续经营等影响更甚。

因此，尽管《重组办法》没明确规定“向甲方转让控制权、向乙方购买资产导致上市公司主营业务发生根本变化”的交易是否构成重组上市。但监管机构有必要适用“中国证监会认定的可能导致上市公司发生根本变化的其他情形”这一大兜底条款，认定为重组上市，从而实现监管平衡、遏制监管套利行为。

（二）对再融资“类借壳”项目的监管日益趋严

虽重组上市主要受《重组办法》规范，资产收购行为主要归上市部审核。但由于上市部和发行部间职能分工，上市公司再融资募投项目达到重大重组标准的，经发行部核准后实施，或上述项目实施与非公开发行获得发行部核准互为前提情况下，上市部不再按《重组办法》进行审核。因此，实务中在发行部审核的再融资项目中出现了“定增+主营业务变更”的类借壳模式，其实质也是围绕“向变更后的实际控制人及其关联方收购资产”这一重组上市构成要件之一做文章的“三方交易”。

近年来，发行部对通过再融资实现类借壳项目的监管标准日益趋严。对新业务或新资产收入和利润规模显著高于上市公

司原有业务的再融资项目，发行部可能会要求上市公司披露募投项目涉及的标的资产是否符合《首发办法》规定。近期比较典型的“定增+主营业务变更”类借壳案例主要有德奥通航和键桥通讯。最终，两家公司均已撤回非公开发行股票的申请。

（三）非公开发行的定价机制问题

过去大多数上市公司都选择以董事会决议公告日作为定价基准日。从董事会决议公告日到真正的发行期，往往间隔数月，这为部分投资者操纵股价拉大价差提供了空间。根据 2015 年的数据统计，3 年期非公开发行的平均折价在 5 折左右，最极端个案仅 1 折发行，发行价与发行日市价存在严重偏离。由于高折价、高价差的存在，能否成功发行及发行价格的高低往往与公司质地的优劣、信息披露质量的高低脱节，反而与公司发行价和锁定价格的差额大小、股价被操纵的难易程度密切相关。价差越大、股价越易被操纵的小盘股非公开发行的成功率越高，质地优良的大盘股由于股价稳定却可能难获市场认可。非公开发行定价机制选择存在较大套利空间，市场资源配置出现偏差。

2017 年 2 月，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》部分条文进行修订，其中包括取消了将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定，明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。这一规定进一步突出了市场化定价机制的约束作用，有利于中小投资者合法权益的保护。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：20120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构