

上市資訊

2018年3月号（总第21期）

发行上市中心

2018年3月8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】

舟山市定海区领导干部及上市后备企业走进上交所

天津市金融干部和重点拟上市企业走进上交所

【市场前沿】

2017年度全球资本市场运行盘点

【课题研究】

浅议拟上市科技创新企业跨期股权激励

【行业监管】

药品价格形成机制变化及监管应对探讨

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至2月28日，今年上交所IPO上市企业14家，募集资金152.02亿元，股票再融资企业66家，募集资金1579.05亿元。

2、在会审核企业情况

截至2月28日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计430家。其中，上交所在审企业210家，深交所在审企业220家（中小板64家、创业板156家）。

3、新增IPO申报情况

截至2月28日，今年新增IPO申报企业共计7家，其中，上交所3家，深交所4家（中小板1家、创业板3家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至2月28日，本所2018年已完成公司债累计发行116只，发行金额1371.62亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至2月28日，本所2018年已完成资产支持证券挂牌74只，发行金额1599.82亿元。

3、债券上市情况

截至2月28日，本所各类债券挂牌数量已达10538只，比去年年底增加152只，增幅1.46%；债券托管金额已达74588亿元，比去年年底增加516亿元，增幅0.70%。

【交流动态】

1、2018年2月26日，借助天津七一二通信上市契机，天津市金融工作局组织天津金融系统干部和重点拟上市企业高管70余人，由天津市金融局副局长安志勇率队赴上交所交流考察。上交所阙波副总经理对代表团一行表示欢迎。代表团首先观摩了七一二上市仪式。随后，上交所专家就当前企业上市形势和审核等内容进行了专题介绍。在上海交流期间，天津代表团调研了展讯通信和上海微电子装备。（供稿人：汤振强）

2、2018年2月28日，中国（舟山）海洋科学城定海园区管委会党组书记夏元沪带领当地相关金融干部及重点后备上市企业高管一行15余人，赴上交所观摩上市仪式并进行座谈交流。在本次座谈培训中，上交所发行上市中心专家就当前企业上市形势与上市地的选择做了深入分析，并就企业上市前期准备与上市过程中的常见问题等事项与学员进行了细致沟通。相关专家表示，上交所将继续落实国家政策，借助专业知识与自身经验，为定海区拟上市企业提供帮扶、指导，助力当地优质企业登陆资本市场广阔平台。（供稿人：叶安琪）

【市场前沿】

2017 年度全球资本市场运行盘点¹

上交所资本市场研究所 张晓斐 缪斯斯

2017 年，全球资本市场主要指数普遍上涨，恒生指数涨幅超过 36%，美国三大股指创出历史新高，全球经济强劲复苏，货币宽松政策开始转向，各大交易所也继续推动业务创新。今后一段时期，全球资本市场仍存潜在风险，一是美国加息缩表进度继续领先全球，股市回调风险仍较高；二是比特币价格动荡，其“类传销”属性恐引发各国监管机构重拳出击。

一、市场运行概况

（一）股票市场

2017 年全球经济加速复苏，股票市场亮眼。港股领跑全球，美股加速创新高。全球新上市公司数近 2000 家，筹资超 2000 亿美元，股票总市值 85 万亿美元，成交额近 120 万亿美元。

1. 恒生股指领涨全球，深证创业板指市盈率远高其他

在全球 18 只重要股指中，有 17 只上涨，1 只下跌。亚洲股市整体强劲，恒生指数上涨 36%，涨幅位居亚洲及全球首位；孟买 SENSEX30 指数、韩国综合指数和日经 225 指数涨幅均在 20% 左右。美国三大股指持续走高，纳斯达克指数上涨 28.2%，涨幅居美洲首位；道指和标普 500 指数涨幅也在 20% 左右。欧

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

洲股指普遍走强，其中德国 DAX 上涨 12.5%，涨幅居欧洲首位。

截至 12 月底，全球主要股指的市盈率集中在 10 倍至 20 倍间，其中，深证创业板指市盈率近 42.5 倍，远超其他指数；恒生指数市盈率最低，不足 14 倍。全球主要股指的股息收益率集中在 2%至 4%之间，其中，澳洲标普 200 指数的股息率达 5.6%，位居亚太及全球首位；孟买 SENSEX30 指数股息率最低，仅为 1.2%。总体而言，全球股指市盈率和股息率全年无明显变化。

2. 全球 IPO 筹资超两千亿，纽交所拔得头筹

全球 IPO 公司数合计 1902 家，较上年增长 49%，全球 IPO 市场总体呈回暖状态。分地区看，美洲、亚太和欧洲—中东—非洲地区 IPO 数量分别为 255 家、1240 家和 407 家，较去年同比增长 80%、40%和 63%，全球占比分别为 13%、65%和 21%。从各交易所看，深沪港交易所的 IPO 公司数排名跻身全球前列，IPO 数量分别为 223 家、214 家和 160 家。在 IPO 数的前十大交易所排名中，印度国家交易所 IPO 增长显著，同比增长 133%；韩国交易所 IPO 数量出现小幅下滑，同比减少 3%。

全球 IPO 筹资额合计 2052 亿美元，较去年增长 54%，其中，美洲、亚太和欧洲—中东—非洲地区的 IPO 筹资额分别为 493 亿、1035 亿和 524 亿美元，同比增长 141%、32%和 52%，全球占比分别为 24%、50%和 26%。从各交易所来看，纽交所、上交所和伦交所的 IPO 筹资额分别为 282 亿美元、204 亿美元和 189 亿美元，位居全球前 3。在 IPO 筹资额的前十大交易所

排名中，印度孟买交易所、印度国家交易所、纽交所和伦交所的 IPO 筹资额出现显著增长，同比增长均超过 100%；港交所和澳交所 IPO 筹资额出现下降，同比分别减少 35%和 18%。全球前五大 IPO 筹资净额合计 138 亿美元，其中，社交应用 SNAP 公司筹资净额超 39 亿美元，成为年度最大的 IPO 公司。

3. 全球股市总市值 85 万亿美元，纽交所居首位

截至 2017 年底，全球主要交易所股票市值为 85.3 万亿美元，较上年同期和上月分别增长 22%和 2%。从各地区来看，美洲、亚太和欧洲—中东—非洲地区市值分别为 37 万亿美元、29 万亿美元和 20 万亿美元，较去年同期增长 18%、25%和 24%，全球占比分别为 43%、34%和 23%。从各交易所来看，纽交所、纳斯达克美国市场和日本交易所集团市值位居全球前 3，规模分别为 22 万亿美元、10 万亿美元和 6 万亿美元。从公司规模来看，纽交所市场市值规模前五大公司分别为伯克希尔、阿里巴巴、强生公司、摩根大通和埃克森美孚，合计市值占比 9%，其中，阿里巴巴市值增长最大，增幅达 96%。纳斯达克市场市值规模前五大公司为苹果、谷歌、微软、亚马逊和脸书，合计市值占比 33%，其中，亚马逊市值增长最大，增幅达 56%。

4. 全球股票交易额超百万亿美元，纳斯达克一枝独秀

2017 年，全球股票成交额合计 117 万亿美元，较去年同期下滑 2%。分地区来看，美洲地区和亚太地区的股票成交额分别为 64 万亿美元和 32 万亿美元，同比减少 5%和 1%；欧洲—中

东一非洲地区的股票成交额为 21 万亿美元，同比增加 10%。从各交易所来看，纳斯达克市场股票累计成交 33.4 万亿美元，居全球首位；深交所、上交所的股票成交额分别为 9.2 万亿美元和 7.6 万亿美元，居全球 4、5 位。在股票成交额的前十大交易所排名中，伦交所和港交所的交易额大幅增长，增幅均超 40%；深交所和纽交所交易额大幅下滑，同比分别减少 21%和 18%。

（二）债券市场

新兴市场国债收益率大幅走高，发达市场国债收益率窄幅震荡。2017 年，美国、英国、日本等发达国家经济持续复苏，美联储加息三次，英国推进“软脱欧”，欧元区经济连超预期，日本消费支出温和回升。然而，发达国家长期国债收益率没有大幅上行。截至 2017 年底，发达国家的十年期国债收益率均低于 3%，其中，美国、英国和日本的十年期国债收益率分别为 2.4%、1.3%和 0.047%，全年波动幅度较小。新兴国家的十年期国债收益率普遍较高，其中，巴西的十年期国债收益率超过 10%，印度达 7.3%，中国达 3.9%。与 2016 年底相比，中国和印度国债收益率分别增加 0.87 个百分点和 0.8 个百分点。

（三）衍生品市场

全球衍生品交易量小幅下滑，股票和利率类产品交易活跃。2017 年，全球场内衍生品交易量累计 241 亿张合约，同比减少 4%。其中，股票和利率类衍生品交易量有所增加，分别增长 7%和 10%；商品类衍生品交易量出现下滑，下降 18%。从各交易

所看，芝加哥商品交易所、印度国家证券交易所和巴西证券期货交易所交易量分别为 41 亿、25 亿和 16 亿张，位居全球前 3。

（四）大宗商品市场

全球大宗商品延续牛市行情，金属整体表现靓丽，农产品出现下跌。2017 年，在美元走弱及全球经济稳步复苏的双重影响下，全球大宗商品整体走强，工业金属成主要推升动力。在新能源汽车快速发展背景下，新能源汽车电池消耗量大的金属钴全年涨幅超 200%，领先其他品种。受经济周期复苏带来的需求上涨，铝、铜、钢涨幅均在 30%以上，铁矿石相对较弱，全年震荡走低，跌幅达 4%。欧佩克减产协议顺利延长、中东地区政局动荡、美元指数持续走弱等因素导致油价反弹，ICE 布油全年涨幅近 20%。主要农产品下跌，糖和可可跌幅均超 10%。

二、市场事件盘点

2017 年，全球资本市场话题不断，经济强劲复苏，股市牛市势不可挡，油价大幅反弹，比特币等加密货币异军突起。

1. 比特币掀起投资狂潮

根据数据，2017 年初，比特币价格不到 1000 美元，截至 12 月 17 日，比特币价格已飙涨到近 2 万美元，不到 12 个月翻了近 20 倍。美国芝加哥商品交易所和芝加哥期权交易所于 12 月中旬先后推出比特币期货合约，纳斯达克交易所也计划于 2018 年推出类似合约。伴随着比特币一路飙涨，各种看跌言论从未间断。巴菲特、摩根大通 CEO 等人纷纷表示比特币只是投

机行为，而多国政府对比特币的监管措施令其价格暴跌。值得一提的是，加密货币的狂潮不仅局限于比特币，比特币的主要竞争对手以太币、瑞波币、莱特币等今年均有不俗的上涨行情。

2. 美股牛市进入第 8 年

虽然不及加密货币的整体涨幅，但美股三大指数年度涨幅均在 20% 左右，其中纳斯达克指数上涨超过 28%。美股牛市已步入第 8 年，从 2009 年 3 月的金融危机谷底算起，目前美股上涨已持续近 3200 天，为历史上第二长牛。美国 FAANG 五只科技巨头表现抢眼，市值最大的苹果（AAPL）和明星公司亚马逊（AMZN）股价涨幅均在 50% 左右。经济数据的改善，公司利润的上涨和美国税改都是美股持续上涨的内在驱动力。

3. 多家央行迈入加息阵营

2017 年，美联储、英国央行、加拿大央行纷纷迈出了加息脚步。美联储年内三次加息，并于 2017 年 10 月开始缩减资产负债表。加拿大央行年内两次加息，利率升至 1%，超乎市场预期，导致美元兑加元跳水近 300 点。英国央行于 11 月进行了十年来的首次加息，并表示在未来 3 年中加息 2 次。

4. 石油减产协议顺利延长

石油输出国组织（OPEC）于 12 月初宣布将石油减产协议延长至 2018 年底。受减产协议、沙特国内局势动荡等因素的影响，国际油价今年已回升至每桶 64 美元，接近 2015 年以来的最高水平。OPEC 希望油价在 2018 年保持在每桶 60 美元以上。

5. 全球市场处于低波动状态

全球资本市场处低波动、低风险状态，股票、债券、商品和外汇市场波动率大幅下降。其中，美国、欧洲、日本、新兴市场的股市波动率，无论从实际波动率、恐慌指数还是大盘指数回撤幅度来看，都创下 30 多年来的历史新低。全球市场低波动的背后有三个核心原因。一是全球经济增长复苏，影响资本市场表现的核心经济数据好于市场预期。二是各国货币政策和利率环境依然比较宽松。三是全球政治没有出现“黑天鹅事件”。

6. 各交易所频出“新招”扩大市场

上市业务方面，交易所通过修改规则、市场共建吸引优质公司上市。2017 年 10 月，纳斯达克与新加坡交易所宣布建立共同上市协议，亚洲公司可先在新交所上市，当公司规模扩大后，可转至纳斯达克。港交所计划成立创新板，修改现有上市规则，以吸引科技创新公司和双层股权结构公司上市挂牌。在产品创新方面，纽交所成功申请四倍杠杆型 ETF 及四倍看空型 ETF 的产品交易；莫斯科交易所于 9 月推出全新卢布外汇固定交易工具；洲际交易所于 11 月推出 FANG+ 指数期货合约。在技术应用方面，欧美交易所探索区块链技术，持续提高科技优势。纳斯达克和花旗集团于 5 月宣布，使用区块链技术处理直接支付并自动完成对帐。瑞士交易所于 8 月宣布与区块链技术公司 Chain 合作，将分布式账簿技术应用于场外交易的结构型商品业务。近期，纳斯达克和北欧斯安银行已开始测试基于区

区块链技术的互惠基金交易平台，旨在让基金交易更快速简单。

三、市场风险展望

展望 2018 年，全球市场将进入高波动阶段。

美国加息缩表进度继续领先全球，股市回调风险仍居高不下。美联储今年缩表规模约 3700 亿美元，其中国债约 2500 亿美元，市场人士预计年底 10 年期国债收益可达 2.8%。从加息进度看，美国仍然领先其它发达国家。欧央行在 2017 年底宣布延长 QE 至 2018 年 9 月，但将每月购买资产的规模缩减一半，预计欧央行最快于今年底讨论加息。近期，全球股市连续两周调整，主要经济体股指全线下跌，大部分股市已抹去 2018 年来的全部涨幅。如通胀显著上行，将大幅提高全球货币政策收紧预期，全球利率将进一步走高，资产价格面临较大幅度的调整。

比特币价格动荡，其“类传销”属性恐引各国监管机构重拳出击。自 2009 年诞生以来，比特币单价已由发行时的不到 1 美分涨到 2017 年 12 月的 1.9 万美元。比特币自身“通缩性”“去中心化”“易操纵”等因素使之难成合格货币，而比特币总量固定和无限可细分特点具备“类传销”性质。对此，全球央行纷纷表示将加强监管。美国证监会警告数字货币风险；加拿大央行则表示购买数字货币是赌博；孟加拉国、玻利维亚等国禁止比特币等数字加密货币；英格兰银行表示将在 2018 年 4 月举行的峰会上讨论审查加密数字货币。未来，加强对虚拟货币监管将是顺势所趋。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

浅议拟上市科技创新企业跨期股权激励²

上交所法律部 姜沅伯 武俊桥

证监会系统 2018 年工作会议提出：“改革发行上市制度，努力增加制度的包容性和适应性，加大对新技术新产业新业态新模式的支持力度。”而当前，科技创新企业 IPO 的一个重大障碍就是跨期股权激励问题。

一、可能影响股权清晰稳定是跨期股权激励发行审核的主要考量因素

我国上市公司股权激励规则明确，实践也比较丰富。相比而言，拟上市公司股权激励尚未有直接、明确、具体的规则。对拟上市公司来说，激励对象包括董事、监事、高级管理人员、其他核心人员；激励方式包括限制性股票、股票期权等；激励股票来源包括大股东转让、增资扩股等。

在发行上市过程中，股权激励中的期权行权、股份回购或限制转让等条款，可能会对公司公众持股比例、每股盈利、每股净资产等指标造成摊薄影响，也涉及系列会计处理工作，可能会导致股权不清晰、不稳定。监管机构在 2014 年 6 月前一直要求申报 IPO 的公司如存在股权激励计划必须实施完毕或终止该股权激励计划才能获准发行上市。实践中，申报 IPO 的企业

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

一般通过三种方式对跨期股权激励做处理：一是申报前实施完毕，即股权激励实施完毕的时间早于 IPO 申报时间；二是申报期间终止，采用大股东回购等方式在申报后及时终止股权激励计划；三是不规定期权、回购、限制转让等条款，采用收益上缴、收取违约金等方式以稳定持股关系。

二、允许拟上市科技创新企业实施跨期股权激励的基础

IPO 跨期股权激励的监管政策，虽最大限度保证了拟上市企业股权结构的清晰稳定，但也限制了拟上市公司对员工（特别是新技术企业对核心员工）的有效激励。允许主板拟上市科技创新企业实施跨期股权激励十分必要，也不存在法律障碍。

首先、科技创新企业跨期股权激励十分必要。科技创新行业研发费用高昂及初期阶段利润率低，现金式薪酬激励空间较小，企业并没对核心员工特别是技术骨干进行“真金白银”式金钱激励的充分条件。因此，许多企业都希望能通过股权激励计划的方式来激发员工动力、推动企业发展。正如某些高新科技企业人士所言，若强制要求拟上市企业在申报期间拆除股权激励计划，则会导致高端技术人才迅速流失、公司治理剧烈波动，给企业带来巨大的风险和困境，也不利于企业的发行上市。

其次、跨期股权激励对股权稳定性影响有限。股权明晰要求的基本逻辑应当是股权归属不存重大争议，而并非简单的股权结构固定不动，也不应通过禁止股权激励来实现。实践中，拟上市公司实施股权激励股份数和占比一般较小，期权、回购

等制度安排不会从根本上影响股权稳定，特别是不会影响到控股股东、实际控制人的判断；股权激励方案一般提前定，各方权利义务约定明确，也不会带来重大权属纠纷；激励对象以公司员工为限，通过实施“穿透”披露，也不影响股东资格判断。

再次、跨期股权激励主要为监管政策问题。我国《公司法》《证券法》等法律法规并未禁止拟上市公司实施跨期股权激励。2014年6月修改的《创业板招股书准则》第37条明确了创业板拟上市公司实施跨期股权激励的披露要求。《上市公司股权激励管理办法》明确，上市公司在增发新股、并购重组、资产注入、发行可转债、发行公司债等重大事项期间也可实行股权激励计划。新三板规定，申请挂牌公司在其股票挂牌前实施限制性股票或股票期权等股权激励计划且尚未行权完毕的，应当在公开转让说明书中披露股权激励计划等情况。IPO企业实施跨期股权激励，不存在法律和规则障碍，主要是监管政策问题。

三、香港市场拟上市企业跨期股权激励做法

香港的上市制度对于拟上市企业跨期股权激励采取容许的态度。以股票期权为例，《香港联合交易所有限公司证券上市规则》规定，新申请人于上市前采纳的计划毋须在上市后经股东批准，不过该计划的所有条款必须在招股章程中清楚列明。若该计划不符合规则规定，新申请人在上市前授出的期权可在上市后继续有效，但在上市后不可再根据该计划授出期权。新申请人还须在招股章程中全面披露有关所有已授出但未行使的期

权的详情、该等期权于公司上市后可能对持股量造成的摊薄影响及该等期权于行使时对每股盈利的影响。《联交所创业板上市规则》也有同样的规定。可见，无论是主板还是创业板市场，香港资本市场对拟上市企业股权激励都允许实施并要求披露。

我国内地企业龙湖地产于 2009 年 11 月在港交所上市，但其自 2007 年起便已开始实施购股权（期权）与股份奖励同步的股权激励计划。股份奖励方面，公司大股东于 2007 年 11 月和 2009 年 7 月分两次向 550 名员工转让占公开发售前总股本 2.35% 的公司股份；购股权（期权）方面，公司于 2007 年 11 月授予 6 名高管人员以 2.94 港元/股的价格认购公司股票的购股权，这些期权于 2009 年、2010 年、2011 年和 2012 年分四期归属。这两个计划横跨了首次公开募股期，龙湖地产在其招股章程中作了充分披露。按龙湖地产上市首日股价 8.01 港元计算，获得激励的 550 名员工共享 8 亿港元市值，6 名高管也有 1.9 亿港元入账，股权激励成效显现。

四、完善拟上市科技创新企业跨期股权激励制度的建议

对拟上市科技创新企业跨期股权激励在监管政策和制度上，有以下初步建议：

一是政策上，应当允许科技创新企业实施跨期股权激励。在发行审核监管政策上，主板、中小板和创业板的拟上市科技创新企业，都应允许实施限制性股票或股票期权等激励措施，在上市前实施的股权激励计划在申报期间至上市后仍可有效。

二是监管上，要以信息披露为中心实施“穿透”监管。在监管方式上可按照创业板和香港市场做法，加强跨期股权激励的披露，在招股书中披露激励计划安排与执行情况，实施股权激励对拟上市企业公司资本、持续经营、股权结构的具体影响等信息。为防止不合格的股东混入、利益输送、关联交易，利用员工马甲账户突击入股等问题，应当对股权激励对象实施“穿透”披露，特别是通过持股平台实施的，要披露至最终的员工，并要求中介机构全面核查。

三是制度上，要尽快明确跨期股权激励的具体安排。为进一步明确跨期股权激励的规则依据，可按照《创业板招股书准则》方式，对主板招股书规则进行修改，明确跨期股票激励的披露要求和监管标准。为防止股权激励影响拟上市公司控制权稳定，可参考《上市公司股权激励管理办法》，对实施股权激励股份数和比例做适当限制，可明确要求不超过首发前总股本的10%；同时，限定单个激励对象累积获授股票总数不得超过1%。在授予或行权价格上，因实施股权激励时尚不存在二级市场交易价格，可要求IPO企业聘请第三方机构按资产净值和同行业上市公司市盈率确定评估价格，按不低于评估价格50%的标准确定授予或行权价格。同时，可规定员工股票期权的行权期要求和限制性股票的限售期要求，将股权激励计划的实施延续至上市后，并对激励对象减持股份行为作出规定。（摘编：张冯彬）

【行业监管】

药品价格形成机制变化及监管应对探讨³

上交所上市公司监管一部 成毅娟 顾文达

药品价格形成机制反映了医药产业链上利益分配格局，是医药行业运行本源问题。近年，药品流通层级逐渐压缩，部分制药企业经销转直销，产品出厂价低开改高开，销售费用合规问题严峻，也涉及商业贿赂、使用虚开增值税专用发票等问题。本文在介绍现有药品价格形成机制及相关利益链条，“营改增”“两票制”等政策如何改变药品价格形成机制、重构行业利益格局基础上，结合相关监管案例，提出相关监管思考和建议。

一、药品价格形成机制及演变

（一）药品价格历史形成机制

制药企业生产的药品，经医药商业公司配送销售至药店、医院。药店、民营医院药品采购定价市场化，与普通消费品相同。公立医院通过集中招标采购药品，并在中标价基础上加成15%销售药品，药品经销环节利益错综复杂，将是本文研究重点。终端药品从出厂到终端的价格形成机制有以下特点：

一是药品出厂价与终端价之间的关系由医药行业特点、企业销售模式决定。长期以来，国家对医院投入不足，药品销售加成成为医院重要收入来源，医院过度用药、偏好高价药问题

³ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

突出。同时，国家对药品准入审批不严，化学仿制药泛滥，药品招标竞价降价，制药企业将维护产品价格、产品营销作为重点。制药企业产品营销方式分直销和经销。直销模式下，制药企业自建销售队伍推广产品，销售费用投入高，产品出厂价也较高，大约是中标价 8 至 9 折。经销模式下，制药企业将产品买断销售给经销商，产品出厂价低至中标价的 1 至 5 折，从而形成药品出厂和终端价差巨大、药价虚高现象。

二是药品销售过程大额销售费用投入，背后反映出行业利益分配格局，并潜藏合规风险。直销模式下，药品销售费用占收入比例在 30%-50%，主要用于会议赞助、赠送礼品，甚至带金销售。其中，带金销售可能存在使用虚假发票报销问题。药品经销模式下，部分制药企业为快速提升产品销售，委托人脉深厚的“居间人”销售产品。表面上，药品经过多级经销商销售至医院，实际上，药品仅经 1-2 级医药商业公司即可配送到医院，其余“经销商”只负责开具发票并为“居间人”套取现金，不实际配送药品，俗称过票。过票“经销商”将药品进销差价扣除税费，返还“居间人”。“居间人”则使用套取的资金进行带金销售等，其销售资金投入与直销模式销售费用相当。

医药行业运行机制导致药品销售高费用率、流通环节灰色利益链普遍存在，在国家法治逐步健全和完善的过程中，对该等行业问题相对宽容，商业贿赂、虚假发票问题散点式出现。

（二）药品价格形成机制改革及影响

针对医药行业“以药养医”痼疾，2009年起国家实施医疗卫生体制改革（简称医改），加大资金投入，完善城镇居民医保制度，建立农村居民“新农合”医保制度。医药行业需求增加，行业增速加快，但行业乱象并未改变。2013年以来，医改进入深水区，国家加大对医院、药品经销环节改革力度，先后推出反医药商业贿赂、医院药品零差价销售、医院药品占比考核、药品流通环节“两票制”等政策，整治药品流通灰色利益链。国家税务领域推行“营改增”，也增强了医药流通领域改革效果。

随着国家对医院、药品流通环节的改革力度加大，医药行业发生了巨大变化：

一是医院与药品供方利益捆绑逐步解除，医院“以药养医”逐步被打破。近年，各省公立医院逐步推行药品零差价销售，并相应提高医疗服务费补偿医院损失，医院不能通过药品收入谋利，过度用药、偏好高价药动机减弱；国家及各地政府实施的药品收入占比考核，也促使医院限制医生过度用药行为，降低药品收入占比。2017年4月北京施行公立医院改革，对药品零差价销售，取消挂号费和诊疗费并设医事服务费，限制连续上榜“重点监控药品”名单品种使用，至当年12月药品收入占比从上年同期42.6%下降到34.5%。2013年来国家对医院反商业贿赂力度加大，医生出于职业发展考量，主动逐利动机减弱。

二是药品终端定价机制将更加灵活和市场化，制药企业固有价格体系受到冲击。长期以来，药品通常经过省级政府招标

采购，中标价既定，制药企业据此构建产品价格体系。近年，国家取消绝大部分药品的政府定价、医院药品销售加成，各省市也纷纷采用了更加市场化的挂网采购模式，挤出药品定价水分。在该模式下，制药企业在指定采购平台挂出药品价格，通过认证取得议价资格，采购主体与制药企业进行二次议价并采购药品。议价主体既可是省、市、县政府机构，也可是医联体、单个医疗机构。挂网议价采购主体更加多元化，采购价格形成机制更市场化，制药企业维护固有价格体系难度加大。

三是药品流通环节强力整顿，制药企业将逐步从低开改为高开，行业利益格局也在逐步重构。2017年初，国家发文鼓励推行“两票制”，要求药品从制药企业到医疗机构，仅能经过一家医药商业公司配送，期间共开具增值税发票两次。各省已陆续出台配套文件，2018年初起“两票制”政策将全面实施。此外，2016年5月起，国家要求全面实施“营改增”并升级税控信息系统，税务部门对药品经销环节虚假发票识别能力提升。

“营改增”政策压力下，药品流通环节合规风险加大。“营改增”政策实施后，药品直销模式下，制药企业销售人员在缺乏交易背景情况下，取得合法增值税发票难度加大，财务部门销售费用处理难度增加。经销模式下，过票“经销商”除了虚开增值税发票为“居间人”套取现金，还可能存在使用虚假的进项增值税发票进行抵扣问题。随着税控信息系统的完善，税务机关监管能力提升。近两年，已有多家医药商业公司因收入

快速增长，但税务申报金额未增加，被税务机关重点审查，发现存在收受并开具虚假增值税专用发票的违法行为。

“两票制”促使制药企业药品出厂价将低开改高开，部分“居间人”、过票“经销商”转型为CSO公司，合规风险仍在。随着“两票制”逐步实施，采用代理销售的药企为合规，需将药品流通环节从多级医药商业公司压缩到一级医药商业公司，并提高产品出厂价，由低开改高开。但制药企业脱离经销商后，自行销售产品，销售费用票据处理压力剧增。同时，“居间人”、过票“经销商”业务模式不再合规，多数转型为合同销售组织（简称CSO公司），为制药企业提供市场调研、咨询等服务，或继续提供药品销售服务，并开具费用报销凭据。鉴于部分CSO公司因仍保留原有“居间人”业务属性，近年税务机关、工商部门查处多起CSO公司涉商业贿赂、开虚假增值税发票案件。

二、沪市制药公司变化情况

近年医院、药品流通环节改革，使得行业利益格局重构、药品价格形成机制变化，制药上市公司也出现诸多变化。

（一）沪市制药企业收入增长平稳，盈利能力提升

国家严控医院药品收入占比，持续推进反医药商业贿赂，严管税务发票，使得行业风气逐步净化，药品带金销售收敛。因此，近期制药企业收入增长平缓，利润增速快于收入增速，盈利能力提升。沪市82家医药公司中，化学药、中成药企业（以下简称沪市制药企业）共53家。2015年、2016年、2017年前

三季度，沪市制药企业收入增速分别为 9%、8%、12%，净利润增速分别为 31%、9%、27%。未来，随着行业利益格局稳定，预计制药企业收入、利润增速将恢复到同步水平。

沪市制药企业盈利提升主要是由于毛利率显著提升，费用率等小幅提升。2014 年、2015 年、2016 年、2017 年前三季度沪市制药企业毛利率分别为 41%、43%、45%、47%，销售费用率分别为 20%、20%、20%、21%、22%，应收账款周转天数分别为 54 天、58 天、62 天、71 天。这体现出行业变革过程中，部分制药企业产品出厂价从低开改为高开，毛利率提升，下游医药商业公司多直接销往医院回款周期较长。同时，随着行业风气净化，制药企业销售费用率未与毛利率同步提升。

（二）制药企业产品出厂价低开转高开具体情况

2016 年年报显示，沪市制药企业半数企业销售团队过千人，采用直销模式，产品出厂价高开。沪市部分制药企业采用或部分采用经销模式，这些企业为适应“两票制”政策要求，产品出厂价低开改高开，制药企业需要承担更多销售职能。财务表现上，药品出厂价提高，但单位成本不变，销售费用略降，净利润稳中有升，毛利率提升、销售费用率提升、净利润率微降。

“两票制”将在 2018 年全面推行，沪市部分制药企业已提前进行销售模式调整。2017 年中报显示，灵康药业、华北制药等药企产品出厂价已由低开改高开，毛利率、费用率相应上升。

（三）沪市制药企业销售合规风险问题凸显

行业变化因素导致制药企业销售费用较高，2016年沪市制药企业年销售费用超过5亿的企业达15家，其中步长制药销售费用高达68.5亿。在国家税务发票监管趋严，医药行业反商业贿赂力度加大背景下，销售费用偏高的药企合规风险凸现。

一是制药企业推广产品过程中的合规性。医药商业贿赂案件时有发生，但随着国家反医药商业贿赂力度加强，网络信息传播速度加快，相关信息常见诸主流媒体。2017年11月，媒体报道沪市A公司参股公司因商业贿赂被上海工商局处罚，涉及该公司药代以会议赞助、科室聚餐、赠送礼品等形式兑付“会务费”、“推广费”5895万，带来销售收入3.1亿，实际违法所得1142万，被没收违法所得1142万，并罚款18万元。

二是制药企业销售费用支付凭证的合法合规性。部分制药企业从经销向直销转型过程中，开票方式转变，但经营实质未变，仍由原经销商承担销售职能，并为其报销相关票据。如经销商提供的销售费用发票不合规，制药企业则需承担相应风险。如2017年6月，审计署公布对沪市上市公司B公司审计结果，认为公司存在虚构支付凭据，套取1.54亿资金返还药品代理商，要求公司进行整改。但截至目前，公司尚未收到相关处罚。

制药企业在销售转型过程中，使用CSO公司提供的票据进行报销，但双方交易真实性存疑的，在税务机关发票核查力度提升过程中，发票真实性问题暴露。2016年9月，沪市C公司公告控股子公司D药业收到上海市税务机关行政处罚告知书，

公司先后收受 E 公司虚开增值税发票 8.14 亿和 F 公司虚开增值税发票 3,705 万。税务局拟对 D 药业应补缴的增值税、城市维护建设税处 1 倍罚款 1.47 亿，企业所得税处 1 倍罚款 1.19 亿，共计 2.66 亿。其后，C 公司及 D 药业主动自查，并就收受 F 公司咨询费等存在的发票处理不规范事项补缴税款 1,827 万。

三、药品价格形成机制信息披露监管实践和建议

长期以来，制药企业销售费用高企，部分药品出厂价和终端价价差巨大，滋生灰色利益链。随着国家对公立医院、医药流通环节出台多项“刮骨疗伤”式改革政策，行业逐步规范，但也出现相关问题。结合监管实践，提出如下监管建议：

（一）强化药品价格形成机制相关信息披露

国家出台各项医改政策，对制药企业经营模式、产品价格形成机制将产生重要影响。据上交所《上市公司行业信息披露指引第七号——医药制造》第一条、第九条规定，沪市制药企业应在定期报告中披露相关行业政策变化及影响，主要销售模式及变化，主要产品在终端的定价原则及可能存在的经营风险。

具体来看，制药企业产品终端销售由招标采购向挂网议价采购等模式转变，终端定价变得更市场化；医院药品销售零差价、流通环节“两票制”推行，部分制药企业为适应行业政策变化，销售模式由经销变直销，产品出厂价由低开变高开，相关财务指标变化等等。建议在年报审核中，关注相关公司药品价格形成机制信披质量，在年报问询中对披露质量较差的公司

予以督促。如公司销售费用大幅增长但原因披露不清的，建议年报问询督促公司结合行业政策变化，公司战略和销售模式变化，补充披露上述财务数据变化原因，并充分揭示风险。

（二）重点关注制药行业合规风险

在医药行业变革，监管趋严背景下，制药企业销售模式转变，部分“居间人”、过票“经销商”转型并仍参与药品销售，制药企业销售费用处理合规性仍是行业重要风险点。因此，建议重点关注以下两类企业经营风险：

一是低开改高开的制药企业。部分制药企业产品出厂价在低开改高开过程中，如财务部门票据规范管理能力和合规意识不强，很可能使用虚假发票，进而引发合规风险。

二是销售费用特别巨大的制药企业。医药行业快速发展阶段，部分制药企业借助带金销售野蛮生长，收入规模很大，相应的销售费用也超过 10 亿，在增值税票据监管趋严情况下，销售费用支付凭证的合规难度高，容易出现销售发票合规风险。

针对上述风险公司，建议提前熟悉其主营业务、财务特征，关注媒体报道，当出现风险事件时，及早做出判断和监管应对。

（三）强化风险信息披露及时向投资者揭示风险

制药企业因经营、票据合规等问题受处罚，对经营业绩产生重大影响，也是影响投资者决策重要信息。据上交所《股票上市规则》，上市公司因涉嫌违法违规被有权机关调查，或受重大行政、刑事处罚，使公司面临重大风险时，应及时披露。

制药企业商业贿赂、票据合规问题具行业普遍性，且涉及金额通常不大，因此相关上市公司很少主动披露涉及处罚的负面信息。信息监控发现问题，结合处罚相关事项对公司影响是否达到披露标准，及其市场影响程度和范围，决定是否要求公司披露。前述 B 公司监管案例中，审计署公布公司涉嫌套取资金返还药品代理商，相关金额占公司上年经审计净利润 10%，已达披露标准，监管督促公司澄清。但在 A 公司案例中，公司下属参股公司涉商业贿赂，涉及金额按权益比例对公司业绩影响远低于 10%，且对公司市场影响微小，未要求公司进行澄清。

（四）根据有权机关认定采取进一步监管措施

制药企业涉及使用虚开增值税专用发票入账的，一经查实，除应履行信披义务外，还可能面临财务数据调整风险。但在医药行业变革背景下，制药企业产品出厂价正处由低开改高开的转型期，制药企业销售发票合规问题普遍存在，税务机关作出相关认定非常慎重。例如，C 公司于 2016 年 9 月因收受虚开增值税发票，被税务机关出具公司行政处罚告知书，经听证，公司自查整改并补缴部分税款，至今税务机关仍未向公司发出行政处罚决定。因此，针对该等情况，监管中宜以有权机关认定为基础，作出是否要求公司调整相关财务数据的监管判断。

例如，B 公司监管案例中，国家审计署认为 B 公司虚构支付凭证，返还给代理商，但并未对其处罚或移交税务机关处理。针对该事项，上交所公司监管部门及时督促会计师发表专项意

见。据会计师专业意见，该公司药品代理商提供的咨询费、会议费等发票均经税务局认证，且费用均已支付给代理商，不属于虚构支付凭证套取资金的行为，公司无需调整相关年度收入、成本费用等科目。由此，在监管上及时督促公司按规定履行了相关信披义务，而对于其可能所涉及的财务调整事项，暂未作出进一步披露要求。但是，后续如果税务机关就公司使用虚开增值税专用发票作出行政处罚决定的，则应当督促公司严格按会计准则对相关财务数据进行调整，并视情况启动处分程序。

此外，相关处罚事项对公司影响巨大的，应进一步核实是否严重影响公司经营活动且预计三个月内不能恢复正常，导致公司按照上交所《股票上市规则》被实施其他风险警示。同时，应督促公司停牌核实情况，及时向证监会、地方证监局进行通报，并向投资者充分揭示风险。（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：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构