2021 年 03 月 07 日

退市新规与注册制：理性市场驱动下的正反馈

——中小盘 IPO 专题

中小盘研究团队

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

● **A 股常态化退市机制有待完善，核准制下质次企业出清效率低**

历史上，A 股退市制度的发展长期滞后于资本市场整体的扩张。自 1999 年以来，A 股共有 80 家公司被强制退市，平均每年不足 4 家，而同期年均 IPO 公司数为 157 家。核准制下“壳资源”稀缺，“保壳”动机使退市过程反复，导致市场出清效率低下，并助长市场投机风气。截至 2021 年 2 月底，A 股历史上所有已被强制退市的公司中，从“戴帽”到最终退市平均耗时 782 天，期间平均出现 24.3 次涨停，29.9 次跌停。而 ST/*ST 制度本意在提示和控制相关股票交易风险，但历史上被实施 ST/*ST 后真正退市的概率仅 11%，使得“戴帽”公司成为短期资金博弈的温床，反而给个人投资者带来较大的潜在风险。ST/*ST 公司 2020 年平均经历了 16.6 次涨停和 12.1 次跌停，而未被 ST/*ST 的公司 2020 年平均仅经历了 4.0 次涨停和 1.6 次跌停。

● **美股和港股处理尾部公司的思路迥异，但均高度依赖市场用脚投票的作用**

资本市场上大量长尾质次公司的存在会对市场流动性造成挤压，同时蕴含更高的投资风险。对此，美股的思路是通过高度精细化的退市机制直接将尾部企业清出市场。但其退市标准更多地着墨于交易类指标，事实上将对公司是否有资格保持上市地位的判断权交给了市场。2001 年至 2015 年，纽交所共有 1926 家公司退市，年均退市率达 5.3%，而上市公司数仅从 2400 家微增至 2424 家。同期纳斯达克市场共有 4541 家公司退市，年均退市率为 9.4%，期间上市公司数则从 3679 家下降至 2859 家。与美股相比，港股的退市标准高度主观化，2002 至 2020 年间强制退市的公司仅为 120 家。港交所处理质次公司的主要思路，是依靠理性市场自发将大量尾部公司边缘化，从而实现事实上的“退市”。2020 年港股市值处于后 10%分位的公司市值合计仅 144.5 亿港元，年成交总额仅占港股整体的 0.05%，股价低于 1 港币的港股达 1442 只，占上市公司总数的 56.7%。虽然美股和港股对长尾公司的处理思路迥异，但最终均高度依赖市场用脚投票的作用。

● **退市新规高效运作需理性市场驱动，注册制改革有望与退市新规形成正反馈**

2020 年底推出的退市新规，其主要创新在：（1）退市标准更具可执行性；（2）退市标准更具包容性；（3）退市流程大幅简化。但目前“壳资源”在 A 股仍有一定的价值认同基础，面对“保壳”的阻力，退市新规的高效运作需要理性市场驱动。而注册制的推行或使此问题迎刃而解。注册制改革以来 A 股尾部公司成交额占比明显下降，且低市值公司的低股价趋势逐渐确立。2020 年市值在后 10%分位的公司成交总额占市场整体的 2.0%，比 2015 年下降 1 个百分点。另外，2015 年不同市值大小的公司间股价差异并不明显，但 2020 年市值前 10%公司的收盘均价为 70.1 元，后 10%公司仅为 8.0 元。预计注册制的推进将继续加速尾部公司边缘化的趋势，从而减小退市新规运作的阻力。而退市制度的高效运作，将强化市场的优胜劣汰，反过来为注册制深化改革提供保障，最终形成资本市场的正反馈。

● **风险提示：**政策变动风险、市场剧烈波动风险等。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-强化信息披露，提升 IPO 常态化下的上市公司质量》-2021.2.28

《中小盘 IPO 专题-转板制度正式落地，打通精选层至 A 股上市的“快速通道”》-2021.2.27

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批极米科技等值得重点跟踪(2021 批次 05、06、07)》-2021.2.21

目 录

1、 A 股常态化退市机制有待完善，核准制下质次企业出清效率低 3
1.1、 A 股的历史定位与退市制度的缓慢变迁 3
1.2、 核准制下“壳资源”稀缺，A 股质次公司出清缓慢 3
1.3、 ST/*ST 公司最终退市概率过低，反而成资金博弈的温床 4
2、 美股和港股处理尾部公司的思路迥异，但均高度依赖市场用脚投票的作用 6
2.1、 美股通过精细化退市制度将尾部公司出清，但重点强调市场认同度 6
2.2、 港股退市制度宽松，更多依靠市场力量将质次公司边缘化 9
3、 退市的高效运作需要理性市场驱动，注册制改革有望与退市新规形成正反馈 10
3.1、 退市新规标准设置更精细化，退市流程显著缩短 10
3.2、 注册制改革加速尾部公司边缘化，有望与退市新规形成正反馈 11
4、 风险提示 12

图表目录

图 1: A 股主要退市制度的变迁 3
图 2: A 股历年退市公司数较少 4
图 3: A 股历史上强制退市比例低 4
图 4: 从“戴帽”到最终退市耗时长 4
图 5: 从“戴帽”到退市期间股价波动剧烈 4
图 6: 近年来“戴帽”公司数持续增加 5
图 7: 因亏损“戴帽”的比例达 72% 5
图 8: “戴帽”后最终退市的比例仅 10.6% 5
图 9: “戴帽”公司成交额水平仍然较高 5
图 10: “戴帽”公司换手率水平仍然较高 6
图 11: “戴帽”公司股价波动更剧烈 6
图 12: 纽交所市值前 10%公司年成交额占比达 56.2% 8
图 13: 纳斯达克市值前 10%公司年成交额占比达 85.1% 8
图 14: 纽交所退市率维持在较高水平 8
图 15: 纳斯达克退市率维持在较高水平 8
图 16: 港股退市公司数量较少 9
图 17: 港股强制退市比例较低（2002 至 2020 年） 9
图 18: 尾部小市值公司成交额占比明显下降 12
图 19: 头部大市值公司平均股价显著提高 12

表 1: 纽交所主要量化退市指标 6
表 2: 纳斯达克全球精选市场和全球市场的三套持续上市标准 7
表 3: 纳斯达克资本市场的三套持续上市标准 7
表 4: 港股退市标准较为简洁 9
表 5: 各板块主要退市制度变动 10

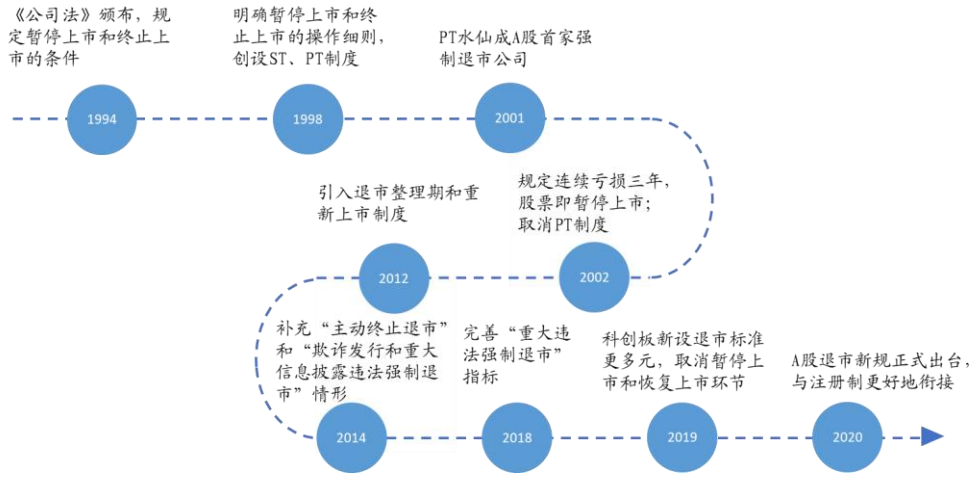
1、 A 股常态化退市机制有待完善，核准制下质次企业出清效率低

经过数十年的发展，我国资本市场不断扩容，融资功能显著提升。相比之下，A 股常态化退市机制有待完善，在注册制推动的 IPO 持续扩容背景下，退市环节的短板被越来越清晰的暴露出来。

1.1、 A 股的历史定位与退市制度的缓慢变迁

作为新兴资本市场，A 股历史上更多地强调为企业融资的功能定位，导致退市制度的建设明显滞后于资本市场的扩张速度。A 股的退市体系经历长期缓慢的变迁方才搭建成型，其发展长期滞后于资本市场。1994 年，《公司法》的颁布方才搭建起退市制度的初步框架，而 2001 年才有首个强制退市的案例 PT 水仙。一直到 2012 年，A 股多元化退市标准逐步完善并引入退市整理期和重新上市制度，强制退市体系才初步确立。但在此后的实践中，退市制度发挥的作用非常有限，在注册制改革的契机下，退市制度才迎来了新一轮改革。

图1：A 股主要退市制度的变迁

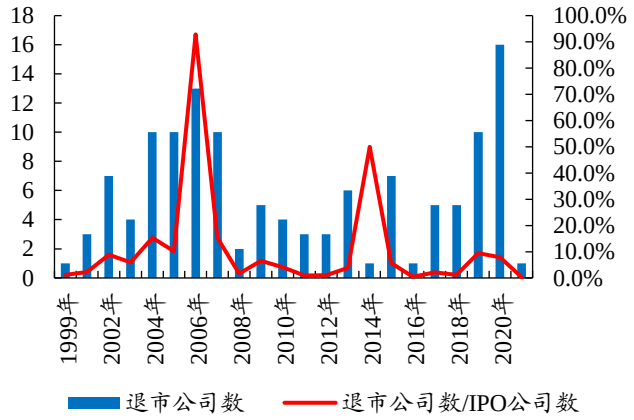


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 核准制下“壳资源”稀缺，A 股质次公司出清缓慢

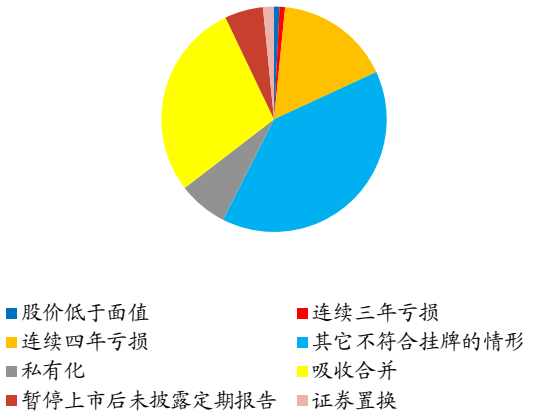
A 股历史上强制退市公司数很少，退市公司数长期不及 IPO 公司数的十分之一。自 1999 年第一家退市公司琼民源 A 因证券置换而退市以来，A 股共有 127 家公司退市，其中 47 家因私有化、吸收合并和证券置换等原因主动退市，剩余 80 家才属于强制退市的范畴。即过去 22 年中，A 股平均每年强制退市公司数不足 4 家，而同期年均 IPO 公司数为 157 家。除了历史上 IPO 暂停时间较长的年份外，A 股历年退市公司数占 IPO 公司数的比例长期在 10%以下。

图2：A 股历年退市公司数较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

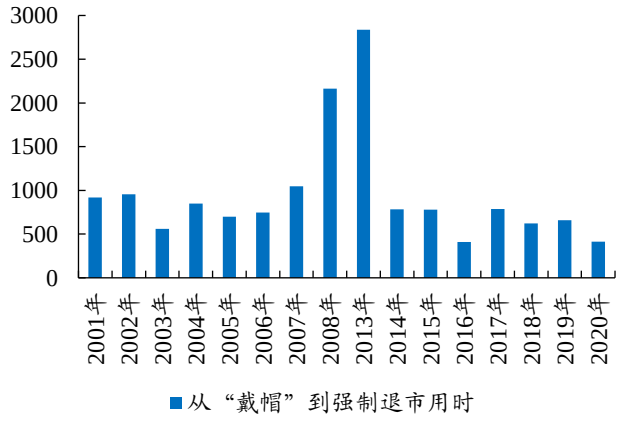
图3：A 股历史上强制退市比例低



数据来源：Wind、开源证券研究所

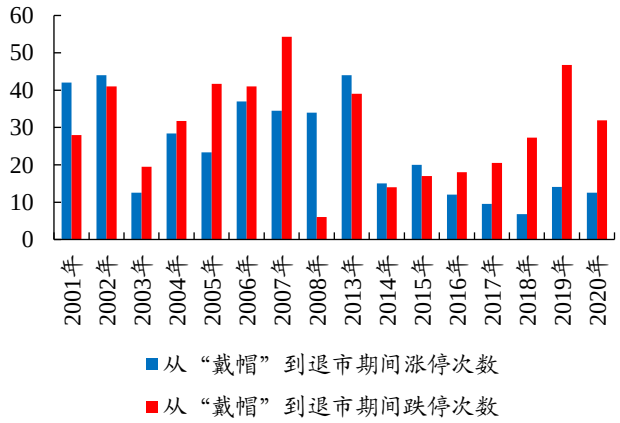
核准制下“壳资源”稀缺，“保壳”动机使退市过程反复，导致市场出清效率低下，从而助长市场投机风气。在 A 股长期实行的核准制下，IPO 难度高耗时长，使得上市公司的“壳资源”价值凸显，因此面临退市风险的公司往往会成为相关利益方努力“保壳”的对象。而 A 股原有退市制度中设置的暂停上市和恢复上市环节，给了面临退市风险的公司较长的缓冲期，期间上市公司通过资产重组等资本运作和财务技巧，往往能顺利实现“摘帽”。这使得市场对质次公司的出清效率低下，从“戴帽”到退市的漫长期间内，公司股价容易被反复炒作，从而助长市场投机风气。截至 2021 年 2 月底，A 股历史上所有已被强制退市的公司中，从“戴帽”到最终退市平均耗时 782 天，期间平均出现 24.3 次涨停，29.9 次跌停。

图4：从“戴帽”到最终退市耗时长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：从“戴帽”到退市期间股价波动剧烈



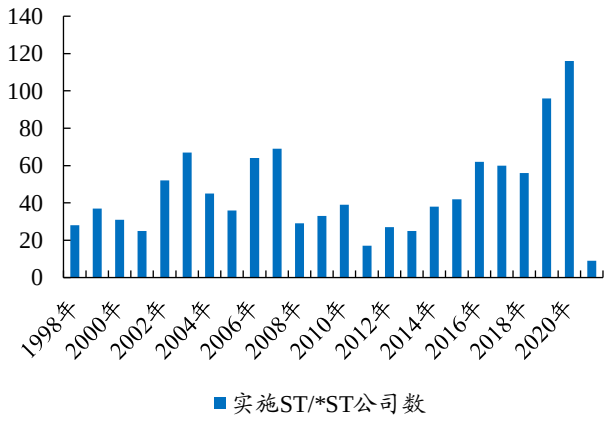
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 ST/*ST 公司最终退市概率过低，反而成资金博弈的温床

ST/*ST 制度本意在提示和控制相关股票交易风险，但历史上被实施 ST/*ST 后真正退市的概率仅 11%，使得“戴帽”公司成为短期资金博弈的温床，反而给个人投资者带来较大的潜在风险。自 1998 年创设 ST 制度以来，A 股累计实施了 1103 次 ST/*ST（约 120 家公司被多次实施 ST/*ST），其中 795 次因连续两年亏损，占比达 72%。截至 2021 年 2 月底，上述 1103 次 ST/*ST 中已有 769 次被撤销，另有 217 家

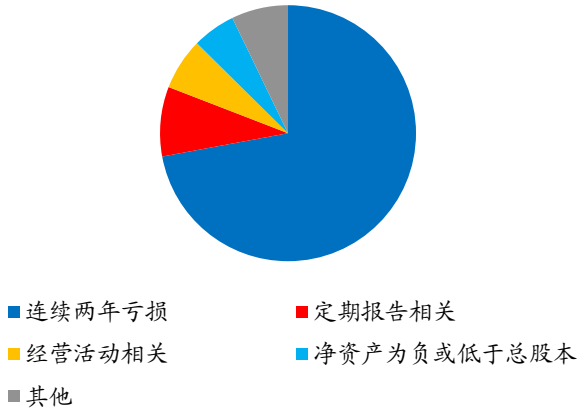
公司仍处于 ST/*ST 状态，只有 117 家已退出 A 股市场。也就是说，历史上仅 10.6%的“戴帽”公司最终面临退市的结局，而成功“摘帽”的公司在消除退市风险后，股价往往拥有较大的修复空间，这导致资金参与“戴帽”公司博弈的热情居高不下。目前仍处于 ST/*ST 的公司，其 2020 年平均成交额为 112.4 亿元，日均换手率 1.7%，未被 ST/*ST 公司平均成交额 519.1 亿元，日均换手率 4.1%。考虑到大部分机构对投资“戴帽”公司都有严格的限制，参与“戴帽”公司的多为个人投资者，因此这一成交额和换手率并不低，反映了个人投资者参与的热情高涨。虽然部分“戴帽”公司确实存在困境反转的预期差，但在博弈资金集中的地方，隐藏的风险往往大于潜在的收益。ST/*ST 公司 2020 年平均经历了 16.6 次涨停和 12.1 次跌停，而未被 ST/*ST 的公司 2020 年平均仅经历了 4.0 次涨停和 1.6 次跌停，可见“戴帽”公司股价波动更为剧烈。

图6：近年来“戴帽”公司数持续增加



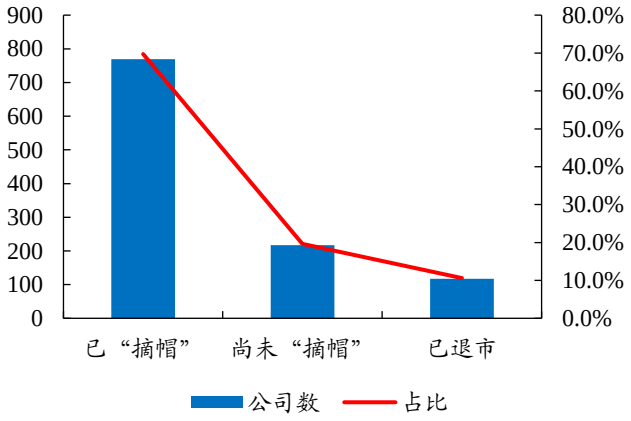
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：因亏损“戴帽”的比例达 72%



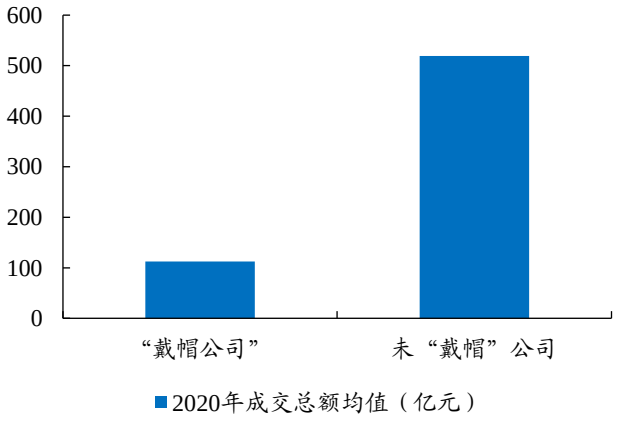
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：“戴帽”后最终退市的比例仅 10.6%



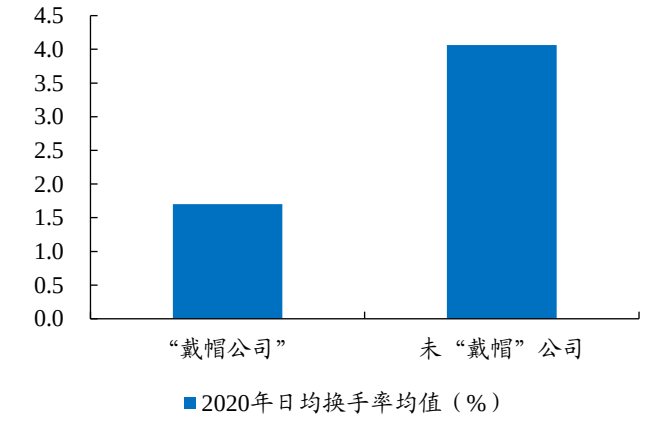
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：“戴帽”公司成交额水平仍然较高



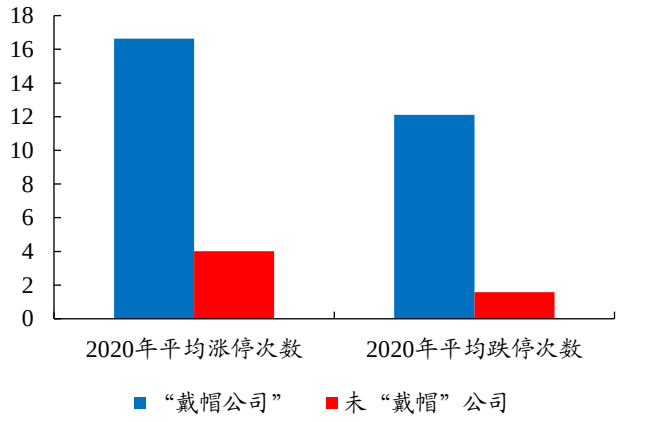
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10： “戴帽”公司换手率水平仍然较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11： “戴帽”公司股价波动更剧烈



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 美股和港股处理尾部公司的思路迥异，但均高度依赖市场用脚投票的作用

根据彭博及毕马威分析的数据，2020 年纳斯达克和香港联合交易所的 IPO 募资金额分别达 535 亿美元和 503 亿美元，IPO 规模分列全球第一和第二位。作为成熟资本市场的代表，美股和港股在承接来自世界各地大量企业 IPO 的同时，也做到了对质次公司的高效出清。虽然两者的政策设计思路和实现路径迥异，但从结果上看，均为 A 股退市制度的设计和执行提供了有益的借鉴。

2.1、 美股通过精细化退市制度将尾部公司出清，但重点强调市场认同度

美股退市制度的设计高度精细化，与不同标准下上市的公司更好的适配，在要求一定财务安全边际的同时，更强调对市场认同度的保持。纽交所针对不同类型的上市公司，设置了 4 套针对性退市标准，除了基础的收入等指标外，各套标准均强调市值指标，且均需满足股东数、成交量和股价等交易类指标。纳斯达克交易所内部分为全球精选市场、全球市场和资本市场，对应不同板块的多种上市标准，纳斯达克的退市制度更为多样化，但同样最为强调市场认同度。例如，纳斯达克三大市场的维持上市标准均对公众持股数量及市值、股东数量及股价作出了规定，还要求做市商不得少于一定数量。

表1：纽交所主要量化退市指标

适用类别	对应退市制度内容
以利润标准上市的企业	连续 30 天总市值低于 5000 万美元； 且股东权益低于 5000 万美元。
以市值/收入和现金流标准上市的企业	连续 30 天总市值低于 2500 万美元，且总收入在过去 12 个月中小于 2000 万美元； 或平均总市值在过去 30 天中低于 7500 万美元。
以纯市值/收入标准上市的企业	连续 30 天总市值低于 3.75 亿美元，且总收入在过去 12 个月中低于 1500 万美元； 或平均总市值在过去 30 天中低于 1 亿美元。
以关联公司标准上市的	上市公司的母公司或关联公司不再控股该公司，或者母公司或关联公

适用类别	对应退市制度内容
企业	司不再符合上市条件； 且平均总市值在过去 30 天中低于 7500 万美元，且股东权益低于 7500 万美元。
共同指标	除了各套标准的个性化指标外，各套标准均需满足股东结构和股价两大共同指标： 1.股东结构指标： 股东总数小于 400 人； 或股东总数小于 1200 人，且最近 12 个月平均月交易量小于 10 万股； 或公众持有的股份数量小于 60 万股。 2.股价指标： 连续 30 日股票价格低于 1 美元。

资料来源：纽约证券交易所、开源证券研究所

表2：纳斯达克全球精选市场和全球市场的三套持续上市标准

	股东权益标准	市值标准	总资产/总营收标准
股东权益	1000 万美元	-	-
股票市值	-	5000 万美元	-
总资产和总营收	-	-	总资产和总收入均大于 5000 万美元
公众持股数量	75 万股	110 万股	110 万股
公众持股市值	500 万美元	1500 万美元	1500 万美元
最小买入价		1 美元	
股东数量		400 个	
做市商数量	2 家	4 家	4 家

资料来源：纳斯达克证券交易所、开源证券研究所

表3：纳斯达克资本市场的三套持续上市标准

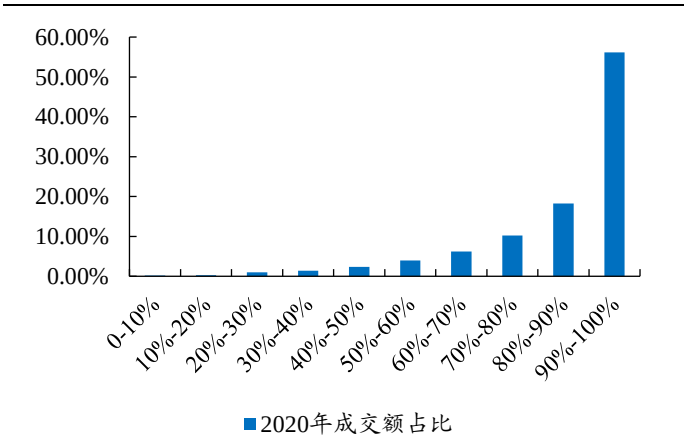
	股东权益标准	市值标准	净利润标准
股东权益	250 万美元	-	-
股票市值	-	3500 万美元	-
来自持续经营的净利润	-	-	50 万美元
公众持股数量		50 万股	
公众持股市值		100 万美元	
最小买入价		1 美元	
股东数量		300 个	
做市商数量		2 家	

资料来源：纳斯达克证券交易所、开源证券研究所

在高度理性和有效的市场环境下，轻利润指标而重交易类指标的退市制度高效运作，尾部质次公司被大量出清。资本市场退市制度的存在，是为了实现质次公司的出清，避免占用市场资源的同时保护投资者利益。美股轻利润指标重交易类指标的退市制

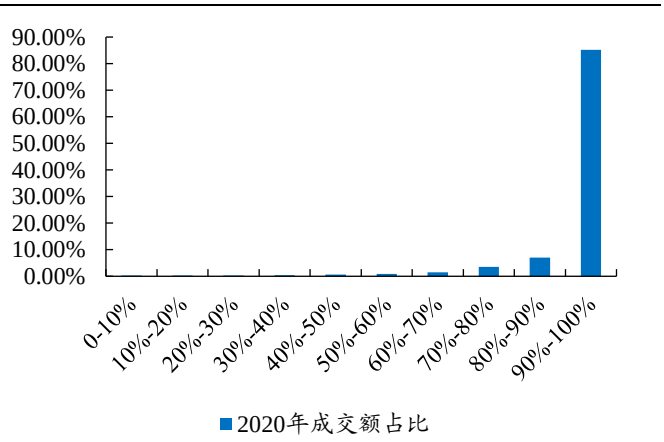
度，筛选出的是那些无人问津的股票，其价值极度不被市场认可，自然失去了交易的基础。**但这套制度能有效运行的基础，是在注册制下，质次上市公司的“壳资源”并非稀缺品，在高度有效的资本市场中不存在被炒作的基础，反而会因理性投资者“用脚投票”而被市场边缘化。**2020 年纽交所市值排名前 10%的公司成交总额占比达 56.2%，纳斯达克的这一比例更高达 85.1%，而两个市场市值后 30%公司成交总额占比分别只有 1.5%和 1.0%。除了对交易类指标的强调，美股在利润等指标上的宽容则可以避免错杀尚未盈利但确实优质的公司。从数据上看，多年来美股的退市制度运行良好。2001 年至 2015 年，纽交所共有 1926 家公司退市，年均退市率（退市公司数/已上市公司数）达 5.3%，而上市公司数则从 2400 家微增至 2424 家。纳斯达克市场方面，同期共有 4541 家公司退市，年均退市率为 9.4%，期间上市公司数则从 3679 家下降至 2859 家。另据 CRSP 披露，美股前几大退市原因均为强制退市，分别为市值低于最低标准、股价低于最低标准、未及时向 SEC 进行信息披露、公众持股人数低于最低标准等。可见，有效的退市制度保障了市场的优胜劣汰，有利于提高上市公司整体质量、降低市场运行成本。

图12：纽交所市值前 10%公司年成交额占比达 56.2%



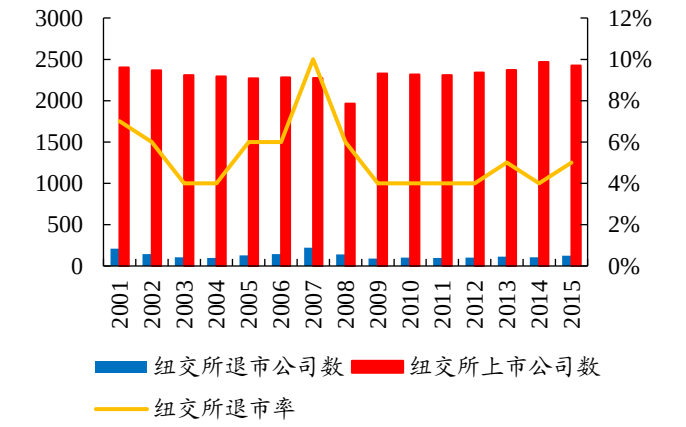
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：纳斯达克市值前 10%公司年成交额占比达 85.1%



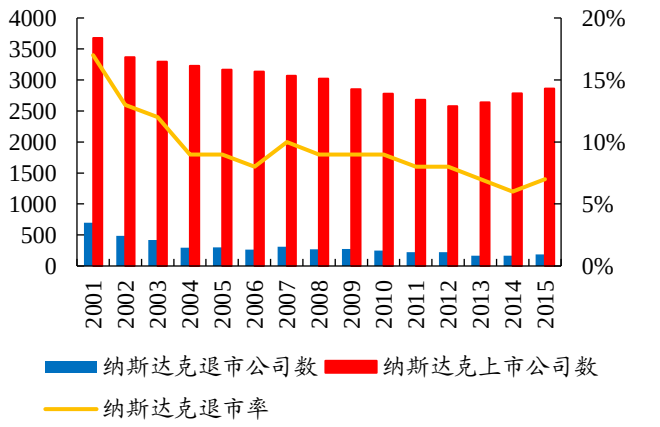
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：纽交所退市率维持在较高水平



数据来源：CRSP、开源证券研究所

图15：纳斯达克退市率维持在较高水平



数据来源：CRSP、开源证券研究所

2.2、 港股退市制度宽松，更多依靠市场力量将质次公司边缘化

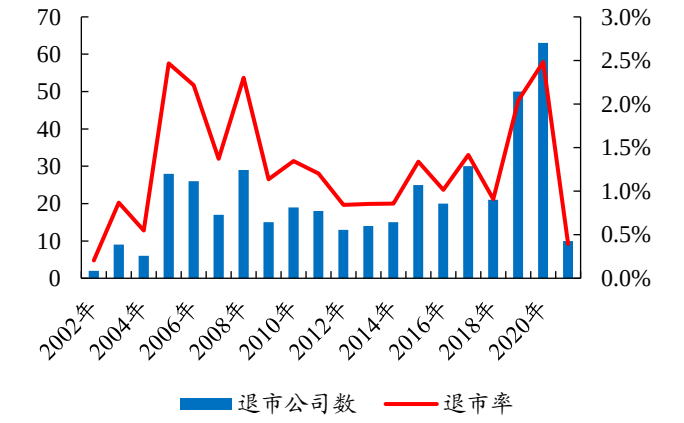
香港交易所的退市制度相当宽松，因触及退市标准而摘牌的公司数量很少。相较美股细致的退市制度，港股在退市方面的规定异常简单，定量指标方面仅要求公众持股数量符合上市标准，在股价、财务指标等方面均未设定标准。定性指标方面，原则上要求上市公司拥有足够的资产以保持正常运营，而具体的评判和执行则交由交易所进行自由裁量。由于高度主观化的标准在实践中执行难度很大，多年来港股因触及退市标准而强制退市的公司数量很少。2002 至 2020 年，港股上市公司数从 978 家增长至 2538 家，期间退市公司数仅 420 家，平均每年退市率为 1.3%。而从退市原因看，期间强制退市的公司仅为 120 家，剩余 300 家分别因转板、私有化和自愿撤回上市等因素从港交所退市。

表4：港股退市标准较为简洁

标准类型	标准内容
定量指标	港交所认为公众人士所持有的证券数量不足（具体数量要求参照港交所《上市规则》第 8.08(1)条）。
定性指标	港交所认为发行人没有足够的业务运作或相当价值的资产，以保证其证券可继续上市（参阅《上市规则》第 13.24 条）。
	港交所认为发行人或其业务不再适合上市。

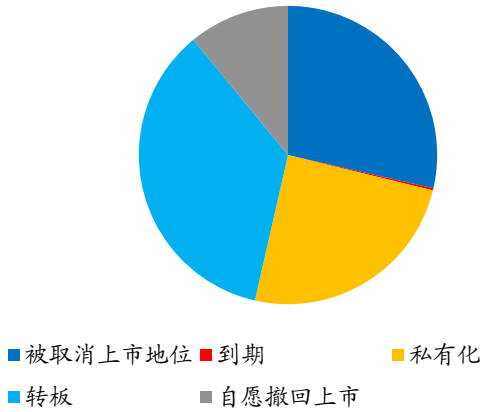
资料来源：HKEX、开源证券研究所

图16：港股退市公司数量较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：港股强制退市比例较低（2002 至 2020 年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

在机构主导且做空机制畅通的港股，港交所充分利用市场的用脚投票将大量质地平庸的公司边缘化，在事实上实现了质次公司的“退市”。与 A 股相比，港股市场具有几大特征：（1）本土投资者占比较低，来自全球的机构投资者占据主导；（2）做空机制更为顺畅；（3）注册制发展更为成熟，上市公司的“壳资源”价值低。正是在这几大特征的共同作用下，大量质地平庸的公司在港股长期无法得到专业投资者关注而逐渐被边缘化。2020 年，港股中市值处于后 10%分位的公司市值之和仅 144.5 亿港元，年成交总额占港股整体的比例仅 0.05%，而市值前 10%分位的公司这两个数据分别为 55.6 万亿港元和 87.4%。截至 2020 年底，已有 1442 只港股股价低于 1 港币，占上市公司总数的 56.7%。可见，港股头部化特色极度鲜明，大量尾部公司无人问津，实现了事实上的“退市”。

3、 退市的高效运作需要理性市场驱动，注册制改革有望与退市新规形成正反馈

总结前述的经验，虽然美股和港股在退市制度的设计层面差异明显，但两者均在事实上实现了对质次公司的高效出清，且本质上均主要依赖市场的力量（美股精细化的退市制度着重考察股票的交易类指标，事实上也将对公司是否有资格保持上市地位的判断权交给了市场）。

对 A 股而言，2020 年 12 月底正式发布的退市新规在退市标准的科学性和退市流程的高效性等方面有了显著的提升。但由于目前“壳资源”在 A 股仍有一定的价值认同基础，“保壳”的动力将对退市新规的实践造成阻力，退市新规的顺利运转需要理性市场的驱动。对此，一个“治本”的对策便是进一步深化注册制改革，促使市场凭借理性“用脚投票”，通过“壳资源”贬值最终实现质次公司的加速出清。而退市制度的高效运作，将强化优胜劣汰的市场环境，反过来为注册制的持续推进提供保障。**如此，注册制和退市制度改革便形成了一个正反馈**。这也是党的十九届五中全会中，同时提出要“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”的深刻内涵，即通过全面注册制和常态化退市机制间的正反馈，资本市场的直接融资功能将得到显著强化。

3.1、 退市新规标准设置更精细化，退市流程显著缩短

2020 年 12 月底发布的退市新规，主要创新体现在：（1）退市标准更具可执行性。例如，退市新规量化了财务造假退市指标；**（2）退市标准更具包容性。**财务类退市标准与上市制度更好的衔接，同时用收入和利润的组合指标替代单一的收入或利润指标；**（3）退市流程大幅简化，提升退市效率。**主板同样取消暂停上市和恢复上市环节，同时明确上市公司 1 年触及财务类退市指标即被实施退市风险警示（*ST），连续 2 年触及财务类退市指标即被终止上市，且将退市整理期交易时限从 30 个交易日缩短至 15 个交易日。综合而言，退市新规在提高退市效率、避免错杀优质公司以及保障个人投资者利益等方面实现了更好的平衡。

表5：各板块主要退市制度变动

制度类型		沪深主板	科创板	创业板
强制退市标准	财务类	新增： （1）最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元，或追溯重述后最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元； （2）各财务类退市指标在第二年交叉适用。 注：净利润以扣除非经常性损益前后孰低为准，营业收入应当扣除与主营业务无关的收入和不具备商业实质的关联交易收入。 删除： （1）最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值； （2）最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1000 万元或者被追溯重述后低于 1000 万元。		新增： （1）营业收入应当扣除与主营业务无关的收入和不具备商业实质的关联交易收入。

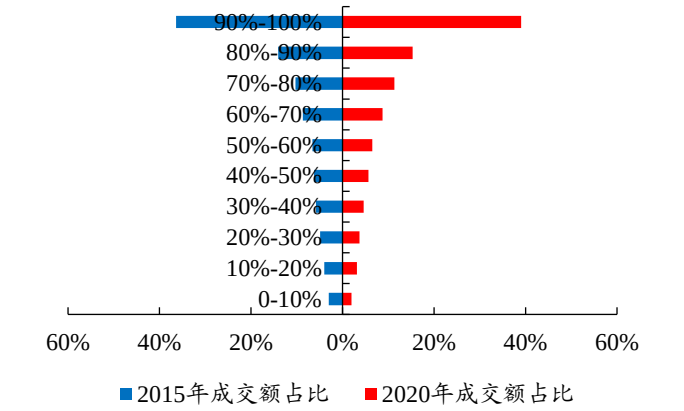
交易类	修改： （1）“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于面值”改为“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元”。 新增： （1）连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元。	（1）红筹企业连续 20 个交易日存托凭证收盘价乘以存托凭证与基础股票转换比例后的数值均低于 1 元。	修改： （1）“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于每股面值”改为“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元”。
规范类	新增因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷的退市指标；		
重大违法类	新增： （1）上市公司连续 2 年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的 50%，且 2 年合计虚增净利润金额达到 5 亿元以上； （2）连续 2 年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的 50%，且 2 年合计虚增利润总额金额达到 5 亿元以上； （3）连续 2 年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的 50%，且 2 年累计虚假记载金额合计数达到 5 亿元以上。		
退市流程	（1）取消暂停上市和恢复上市环节； （2）财务类退市指标的退市流程缩短至 2 年； （3）将退市整理期期限由 30 个交易日缩短为 15 个交易日； （4）取消交易类退市情形的退市整理期设置； （5）将连续停牌时点延后至收到行政处罚决定或司法判决生效； （6）公司股票进入退市整理期首日，不设置涨跌幅限制。	（1）将退市整理期由 30 个交易日缩短为 15 个交易日； （2）取消交易类退市情形的退市整理期设置； （3）公司股票进入退市整理期首日，不设置涨跌幅限制。	（1）将退市整理期由 30 个交易日缩短为 15 个交易日； （2）取消交易类退市情形的退市整理期设置； （3）公司股票进入退市整理期首日，不设置涨跌幅限制。

资料来源：上交所、深交所、开源证券研究所

3.2、 注册制改革加速尾部公司边缘化，有望与退市新规形成正反馈

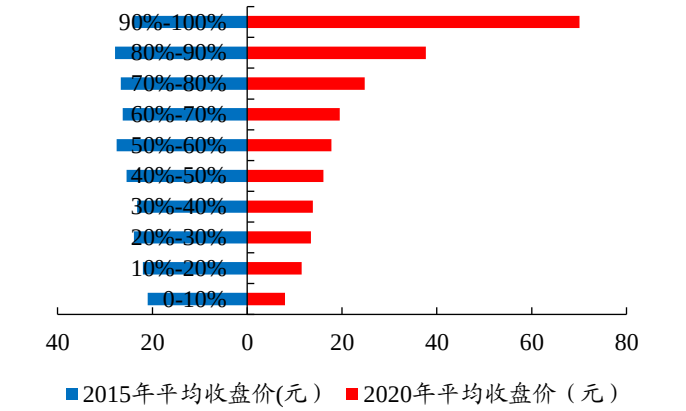
注册制以来尾部公司成交额占比明显下降，不同市值区间公司间的股价分化非常明显。2020 年，A 股市值在后 10%分位的公司年成交总额占市场整体的 2.0%，比 2015 年的 3.0%下降 1 个百分点，同期市值前 10%分位的公司成交额占比则从 36.4%提升至 39.0%。与此同时，低市值公司的低股价趋势逐渐确立，2015 年不同市值大小的公司间股价差异并不明显，但 2020 年股价已与市值大小呈现明显的正相关，市值前 10%公司的 2020 年收盘均价为 70.1 元，后 10%公司的收盘均价仅为 8.0 元。将成交额和股价这两大数据相结合，可以判断近年来 A 股市场上尾部的小市值公司正被边缘化。而预计注册制的持续推进将加速这一趋势，从而为退市新规的发力创造更为理想的市场环境，高效运转的退市制度有利于市场的优胜劣汰，从而为注册制的全面推行稳固基础。注册制和退市制度改革间的正反馈正逐步成型。

图18：尾部小市值公司成交额占比明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：头部大市值公司平均股价显著提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

政策变动风险、市场剧烈波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn