

资本市场及行业每月动态

2014.02.28 总第 4 期

本期概要:

- **宏观经济动态:** 新一轮国企改革大幕开启
 - 格力集团股权转让、中国石化油品销售业务引入民营资本点燃国企改革热情。
 - 十八届三中全会指明国企改革大方向, 积极发展混合所有制和深化国有企业管理体制改革, 健全完善现代企业制度是本轮改革核心。
 - 国企改革上海篇: 出台国企改革 20 条, 从国资管理、国资布局、国有企业、国企经营者分别确立改革目标。
 - 国企改革广东篇: 提出要以混合所有制为主要改革路径, 以互联网思维增强活力, 引发广泛关注。
 - 新一轮国企改革中的市场投资机会: 资产注入+企业效率提升+垄断领域开放。
- **行业并购热点:** 环保行业专题: 并购重组动作频繁, 外延扩张效果明显
 - 资本涌入+市场化推动, 环保掀起并购潮。
 - 企业积极寻求外延式扩张, 诸侯并起、群雄逐鹿。
- **法律法规分析**
 - 保监会: 1 月 14 日下发《关于促进人身保险公司互联网保险业务规范发展的通知》(征求意见稿)。拟规范互联网保险发展, 规范性文件将出台。
 - 保监会, 银监会: 1 月 16 日发布《中国银监会关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》。
 - 保监会: 2 月 19 日下发《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》, 保险资金投资权益类投资比例上限提至 30%。
- **热点聚焦**
 - 新三板扩容继续, 有助于优化 A 股结构, 创业板估值中枢或将下移, 多家券商发起新三板基金, 并购市场迎来新机遇, 但流动性不足问题仍待解决。
 - 证监会三大措施加强新股发行监管。

过去 3 个月资本市场表现



● 上证指数 -6.98% ● 深证成指 -14.90% ● 恒生指数 -4.11%

数据来源: 谷歌财经

北京弘松投资咨询有限责任公司

网址: www.clapartners.com

地址: 北京朝阳区朝阳门外大街甲 6 号万通中心 C 座 806

电话: +86-10 5907 1207/1267

传真: +86-10 5907 1245

本期编辑人: 向斌、池书进

电话: +86-10 5907 1207

邮箱: xiangbin@clapartners.com

目录

一、宏观经济动态	3
新一轮国企改革大幕开启，为中国经济释放新的制度红利	3
二、行业并购热点	8
环保行业专题：并购重组动作频繁，外延扩张效果明显	8
1. 资本涌入+市场化推动，环保掀起并购潮	8
2. 企业积极寻求外延式扩张，诸侯并起、群雄逐鹿	9
三、法律法规分析	13
保监会，银监会：发布《中国银监会关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》	13
保监会：下发《关于促进人身保险公司互联网保险业务规范发展的通知》（征求意见稿），拟规范互联网 保险发展，规范性文件将出台	13
保监会：下发《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，保险资金投资权益类投资比例上限提至 30%	14
四、热点聚焦	15
新三板扩容继续：有助于优化A股结构，创业板估值中枢或将下移，多家券商发起新三板基金，并购市场 迎来新机遇，但流动性不足问题仍待解决。	15
证监会三大措施加强新股发行监管	17

图标目录

图 1：国企分类管理划分	4
图 2：2013 年环保固定资产投资增速明显加快	8
图 3：在建工程显示各领域均处于快速扩张阶段	8
图 4：市场化推动环保企业积极并购、做大做强	9
图 5：目前环保市场格局仍以中小产值公司为主体	10
图 6：污水处理领域市场仍较为分散	10
图 7：脱硝市场格局相对稳定	10
图 8：环保企业积极寻求外延式扩张	11
图 9：2013 年第四季度环保行业并购项目一览	11
图 10：纽交所历年新上市公司数和退市公司数对比	19
图 11：上海和深圳交易所历年新上市公司数和退市公司数对比	19

一、宏观经济动态

新一轮国企改革大幕开启：混合所有制、国企分类管理、建立国资运营平台、国资集中投向关键产业等改革新思路为中国经济释放新的制度红利

事件 1：格力集团打响国企改革第一枪。2月19日格力电器发布公告，控股股东格力集团转让旗下格力地产相关股权及债权等资产至国资委新设全资子公司。珠海市国资拟通过公开挂牌转让的方式转让不超过49%格力集团股权引入战略投资者。

事件 2：中石化开启垄断央企领域中混合所有制改革。同日中国石化发布公告，公司董事会同意对中国石化油品销售业务板块现有资产、负债进行审计、评估的基础上进行重组，同时引入社会和民营资本参股，实现混合所有制经营，社会和民营资本持股比例将根据市场情况厘定。

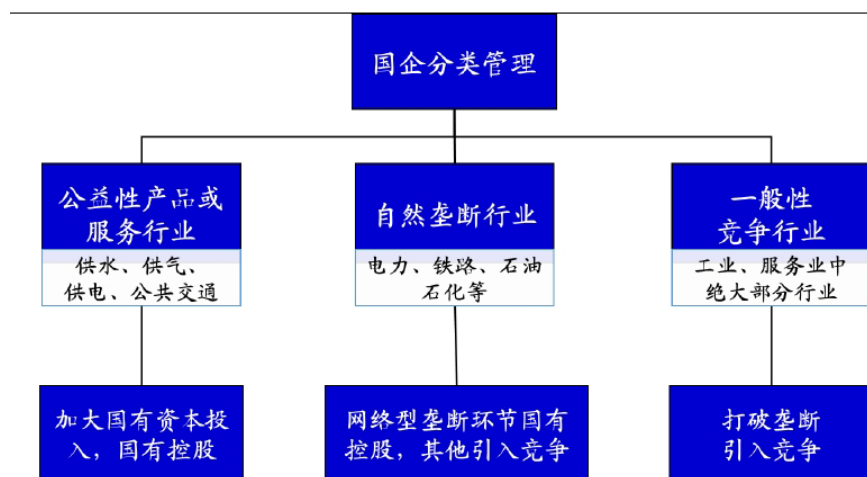
事件 3：各地国企改革路线图和时间表陆续出台。2013年12月17日上海发布“国资国企改革20条”；2014年2月19日广东召开国企改革总动员会议，并发布国企改革指导意见和实施方案的征求意见稿；此外，江苏南京、无锡，厦门、江西、贵州等地均开始密集部署2014年重点改革工作。据《证券日报》等媒体报道，国资改革的指导性意见已经修改并上报国务院，可能在两会后出台。

评论：格力集团股权转让、中国石化油品销售业务引入民营资本点燃国企改革热情，2014年国企改革将持续深化贯彻。一方面国有企业继续完善现代企业制度，改善盈利水平；另一方面推动行业竞争公平化，改善国有企业占主体的行业中民营企业的经营环境，同时以市场化力量促进国有企业竞争力的提高。

- **本轮国企改革背景：**当前国有经济布局行业过多，垄断行业改革缓慢，国有资产监管体系和国有资本合理流动机制不健全以及企业治理结构不完善。为了给中国经济释放新的制度红利，给各类所有制企业提供更大的发展空间，打破垄断，引入竞争，激发经济活力，国企改革成为经济转型的关键领域。
- **十八届三中全会指明国企改革大方向，为未来十年“国退民进”奠定顶层设计基础，其中积极发展混合所有制和深化国有企业管理体制改革，健全完善现代企业制度是本轮改革核心。**
 - **“积极发展混合所有制”意味深长：**方案提出要积极发展混合所有制经济，这意味着今后更多的国企股权将实现多元化，而代表不同利益群体股东的相互监督和促进不仅有利于企业规范运作，确保国有资本的保值增值，还有利于企业扩大经营优势，提高国有资本的竞争力。此外，全会《改革决定》还明确提出允许员工持股，这可以使企业所有者和经营层的目标趋于一致，大幅增强企业的活力。
 - **完善国有资产管理体制，从“管企业”到“管资本”转变：**《改革决定》提出完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，其中从“管企业”转变为“管资本”和组建若干国有资本运营公司是管理体制完善两大亮点，是实现政企分开的重要途径，更有利于企业所有权和经营权的分离。

- **“国企分类管理”明确“国退民进”领域：**《改革决定》明确提出国企分类管理的思路，将国企分为三大类。第一类提供公益性产品或服务的国有企业，如供水、供气、供电、公共交通等方面的企业，要加大国有资本投入。第二类是国有资本继续控股经营的自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革。《决定》明确要将自然垄断性环节和可引入竞争的环节分开，同时强调自然垄断环节要靠有效政府监管克服垄断弊端。最后，对一般性竞争领域的国有企业，要按市场化的要求，依托资本市场，推进公众公司改革，鼓励战略投资者参与国有企业改组改造，实现国有资产资本化，提高国有资本流动性。

图 1：国企分类管理划分



资料来源：海通证券研究所整理

评论：国企分类管理，准确界定不同国企功能意味着除了“供水、供气、供电、公共交通”等公益性行业和“电网、油气管网、铁路路网、电信网络”等网络型垄断环节外，其它领域政府均鼓励打破垄断，引入竞争，实现“国退民进”。

- **国企改革上海篇：**上海出台《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》（“上海国资国企改革20条”），从国资管理、国资布局、国有企业、国企经营者分别确立改革目标，集中反映了三中全会《决定》关于国企改革的主要思想。

在国资管理层面，明确国有资本运作平台公司进入实质运转；在国资布局层面，明确国资系统 80%以上资源集中在关键产业；在国企层面，发展混合所有制将“迈出大步”；在国企经营者层面，则强调市场化用人以及股权激励扩容。具体亮点包括：

- **亮点一：建立公开透明规范的国资流动平台：**

《意见》中提出，坚持统筹规划，优化完善国资流动平台运营机制，充分发挥市场配置资源功能，推动国有控股上市公司、非上市公司开放性市场化重组整合，实现资源、资产、资本、资金的良性循环。

搭建国资流动平台，通过股权转让引入社会资本，有助于实现投资主体多元化、

经营机制市场化。同时，国资流动平台的建立，未来上海国资将更多地以出资人的身份出现，而非管理人。新一轮上海国资改革方案将细化从“管企业”向“管资本”转型的思路。

➤ **亮点二：优化国资布局，国资系统 80%以上资源集中在关键产业：**

《意见》中提出，将顺应现代城市发展要求，形成符合要求的国资布局，将国资委系统 80%以上的国资集中在“战略新兴产业、先进制造业与现代服务业，基础设施与民生保障等关键领域和优势产业”。在国际竞争力方面，提出在周期内实现“2-3 家符合国际规则、有效运营的资本管理公司”、“5-8 家全球布局、跨国经营，具有国际竞争力和品牌影响力的跨国公司”、“8-10 家全国布局、海外发展、整体实力领先的企业集团”和“一批技术领先、品牌知名、引领产业升级的专精特新企业”。

➤ **亮点三：国有资本统一管理，竞争类、功能类、服务类国企实行分类监管**

统一管理是指国有资本统一监管，公开运作，分类监管是指将上海国有企业分为竞争类、功能类、公共服务类进行监管，同时放活企业。《意见》中提出坚持政企分开、政资分开、所有权与经营权分开，进一步转变政府职能，以管资本为主加强国资监管，完善市属经营性国资集中统一监管的国资管理体制。

对于分类监管《意见》中提出：竞争类企业，以市场为导向，以企业经济效益最大化为主要目标，兼顾社会效益，努力成为国际国内行业中最具活力和影响力的企业；功能类企业，以完成战略任务或政府重大专项任务为主要目标，兼顾经济效益；公共服务类企业，以确保城市正常运行和稳定，实现社会效益为主要目标，引入社会评价。竞争类企业，加大外部董事的委派力度，强化董事会专门委员会功能。功能类和保障类企业外派财务总监。

➤ **亮点四：积极发展混合所有制，推进企业上市发展规范运营，提升企业活力**

《意见》中提出，积极发展混合所有制经济，加快企业股份制改革，利用国内外多层次资本市场，推动企业整体上市、核心业务资产上市或引进战略投资者，成为公众公司，实现投资主体多元化、经营机制市场化。借鉴上市公司管理模式和运作规则，建立企业真实、准确、完整、及时披露相关信息的制度体系。积极发展混合所有制经济意味着民间资本可以更多参与国企经营，可以大幅提升国有企业的经营效率和活力。

➤ **亮点五：市场化用人机制，探索长效激励机制与激励约束机制**

全面推行国有企业领导人员任期制契约化管理，明确责任、权利、义务，严格任期管理和目标考核。在配套发布的《市委组织部、市国资党委关于市管企业领导人员任期制管理办法》明确了上海国企一把手将面临三年一考。

《意见》指出坚持国有企业领导人员收入与职工收入、企业效益、发展目标联动，行业之间和企业内部形成更加合理的分配激励关系。符合法定条件、发展目标明确、具备再融资能力的国有控股上市公司“可实施股权激励或激励基金计划”。对人力资本密集的高新技术和创新企业，则可“实施科技成果入股、专利奖励”等激励方案。承担

战略性新兴产业项目的投资公司，将可“探索市场化项目收益提成奖励”。

➤ **亮点六：到 2020 年国资收益上缴比例不低于 30%**

《意见》在“健全国有资本收益保障机制”条目中提出，上海方面将逐步提高国有资本收益上缴比例。明确“到 2020 年不低于百分之三十”的要求。该条目中称国有收益原则上将按照产业调整发展、基础设施建设、民生社会保障“各三分之一安排支出”，并建立国资收益资金使用评价制度。这意味着未来国企将承担更多的社会责任。

评论：上一轮上海国资改革中，主要思路是推动产业集团上市，以资产化率为主要衡量指标。而新一轮上海国资改革，除了继续推动整体上市与并购整合外，还将对产业布局有所筛选。未来上海国资可能聚焦在先进制造业、战略性新兴产业和现代服务业上，而对竞争性行业的传统产业，将加快调整甚至会逐步退出。

- **国企改革广东篇：2月19日广东召开国企改革工作会议，并就《关于进一步深化国企改革的意见》和《省属企业改革实施方案》开始征求意见，提出要以混合所有制为主要改革路径，以互联网思维增强活力，引发广泛关注。**

制定到 2020 年要实现五大目标：

- **资本布局结构明显优化。**国有资本主要集中在基础性、公共性、平台性、资源性、引领性等关键领域和优势产业，形成 30 家左右营业收入超千亿元或资产超千亿元、具有国际竞争力的国有控股混合所有制企业。
- **混合所有制企业比重明显提升，**混合所有制企业户数比重超过 80%，二级及以下竞争性国有企业基本成为混合所有制企业。其中，到 2015 年，全面完成国有企业公司制改造；到 2017 年，混合所有制企业户数比重超过 60%。
- **现代企业制度更加完善。**公司法人治理结构协调运转、有效制衡，以产权关系为纽带的管控模式进一步完善，职业经理人制度全面推行，形成市场化的企业人事、劳动、分配制度和工效的激励约束机制。
- **资本运营能力大幅提升，致力提高资产证券化比例，加快实现主营业务整体上市。**5 年的努力，让上市公司成为国有企业基本组织形式，其中省属企业资产证券化率由现在的 20%上升到 60%，主营业务完全实现整体上市。
- **资产监管体制更加科学。**以管资本为主加强国有资产监管，建立与发展混合所有制经济相适应的国有资产监管体制，探索专业监管和委托监管相结合的国有资产监管新模式。

提出今年及未来数年国企改革的重点切入点：

- **继续推进资产重组。**省属商贸资产和旅游酒店资产重组正式实施，目前已完成注册登记和本部的整合。
- **实现国有资本与社会资本的对接机制常态化平台化，有效有序促进发展混合所有制经济。**近期广东省国资委将与经信委、工商联、外经贸厅和一些行业商会共同举办首期省属企业与民营企业对接会。

- **构建功能平台，探索管资本为主的有效形式。**做实、做强、做大现有产权交易集团和恒健公司两个平台，打造类金融平台、产业发展基金平台和城市建设综合服务平台。
- **以清单管理为切入点，转变国资监管职能。**建立出资人管理事项清单制度，实行监管清单、报备清单、奖惩清单管理。未列入监管清单的事项，企业自主决策。
- **推进机制创新，激发企业活力。**通过增量奖股、虚拟股权、期权期股、岗位分红权等方式，建立健全中长期激励机制。建立职业经理人制度，加快企业三项制度改革。加快规范董事会建设，到 2017 年底，竞争性国有企业基本建立起外部董事占多数的规范董事会。

强调国企改革要充分借鉴互联网思维完全超出市场预期：

在国企改革会议中，广东省常务副省长徐少华表示广东国资改革要以改革的思维增强动力，以互联网的思维增强活力，推动国有经济和国有企业转型升级。并将“互联网思维”概括为 24 小时在线、360 度联系、海量数据取胜、专注到极致、开发合作等特征。

评论：广东省领导关于国企改革的最新讲话将显著提升市场对广东国企积极拥抱互联网的预期。对于“24 小时在线，360 度联系和海量数据取胜”，市场对广东国企推动电子商务化的预期将显著提升，而“开发合作共享”则可能提振市场预期由官方推动广东国企与互联网企业开发共享电子商务平台。

- **新一轮国企改革中的市场投资机会：资产注入+企业效率提升+垄断领域开放**
 - **关注国资整合带来的机会：**提高资产证券化率、推动核心资产上市是国企改革的重要目标，对于仍未完成整体上市、处于资产证券化进程的国有企业，具备资产注入的投资机会。
 - **关注因股权激励、引进战略投资者等提升企业效率的投资机会：**国企普遍效率较低的根本原因是管理层激励不到位，若实施有效的股权激励，有利于优有效的股权激励，有利于优化管理层市场化激励，提升企业管理效率，释放市场化红利，而引入战略投资者的企业，未来公司核心竞争力或能得到提升。
 - **关注垄断领域放开给民营企业带来的机会。**

二、行业并购热点

环保行业专题：并购重组动作频繁，外延扩张效果明显

事件：2013 年，环保行业并购浪潮迭起。前三季度涉及环保上市公司的并购项目共有 28 个，被购标的总资金规模达到 99 亿元。四季度并购力度进一步加码，涉及环保上市公司项目 11 个，被购标的总金额达到 56 亿元。而 2012 年环保上市公司并购项目仅有 17 个，涉及资金规模仅有 12 亿元。

市场评述：从行业层面看，产业资本向环保领域的聚集和政策、制度对环保市场化的推动催生了环保行业并购潮。从企业层面看，环保上市公司积极寻求外延式扩张，并购成为当前市场竞争格局下的理性选择。环保行业的并购潮有望延续，并将重塑行业格局。

1. 资本涌入+市场化推动，环保掀起并购潮

- 在环境事件驱动和环保政策支持下，环保行业投资增速明显加快。从固定资产投资数据看，2013 年前 11 月国内生态环境与环境治理业累计完成固定资产投资 1,282.31 亿元，累计同比增长 32.25%，增速比去年同期高出 24.98%。

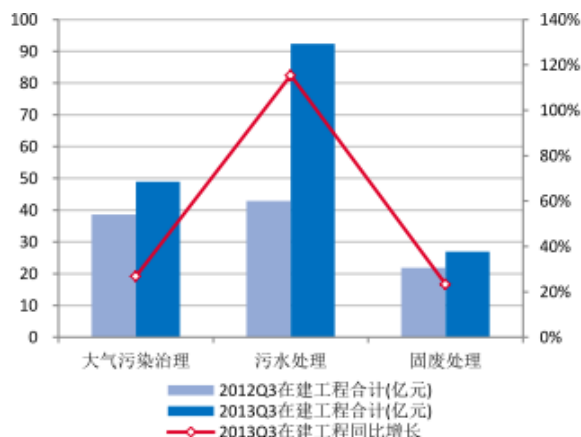
从微观方面数据分析，2013 年三季度大气污染治理、污水处理和固废处理三个细分板块在建工程合计均有较大幅度增长，显示出各细分领域投资旺盛。尤其污水处理板块，2013Q3 在建工程合计达 92.3 亿元，同比增长 115.5%，说明行业处于快速扩张阶段。

图 2：2013 年环保固定资产投资增速明显加快



资料来源：WIND，广证恒生

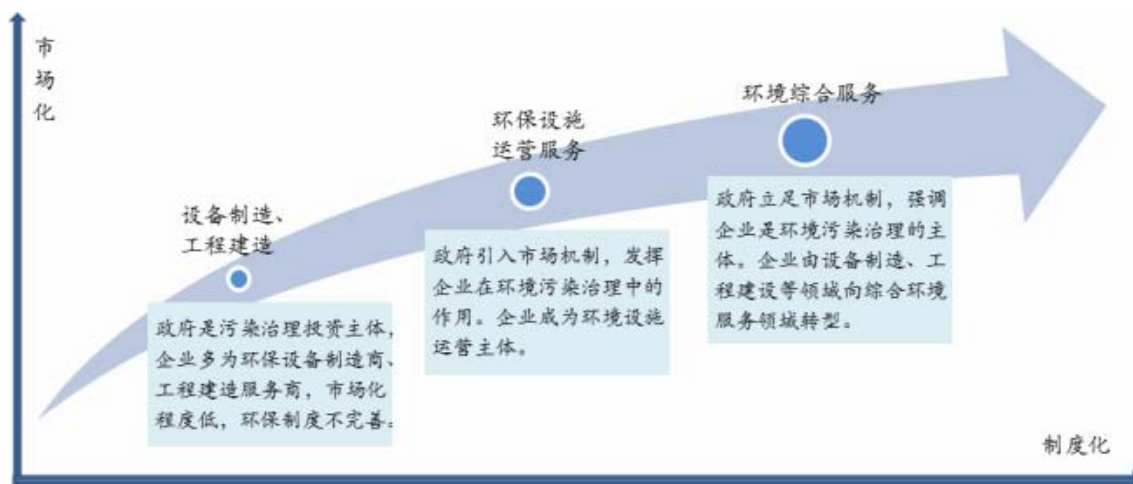
图 3：在建工程显示各领域均处于快速扩张阶段



资料来源: WIND, 广证恒生

- **政策、制度推动行业市场化，环保行业迎来整合期：**一直以来，我国的环保工作有着浓重的行政色彩，成为环保效率低下的重要因素。因此，环保行业市场化是政策和制度建设的重要方向。环境污染第三方治理和合同环境服务等模式是环保行业市场化的主要表现形式。

图 4：市场化推动环保企业积极并购、做大做强



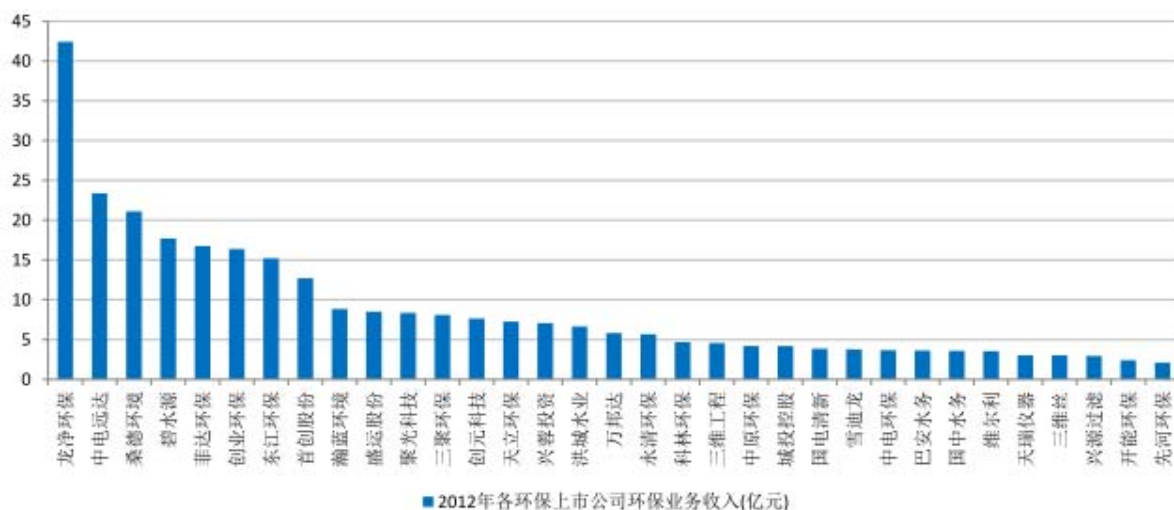
资料来源: 广证恒生

2. **企业积极寻求外延式扩张，诸侯并起、群雄逐鹿：**未来一段时期水务市场和固废处理市场格局将发生重大变革，将是强者恒强，一批小规模、资金及技术实力弱的企业将会被资金、技术、管理优势突出的大型企业兼并，最终形成若干行业巨头。

- **环保企业规模小、集中度不高，行业亟需整合：**2012 年 6 月国务院印发的《“十二五”节能环保产业发展规划》中提出，到 2015 年，培育一批具有国际竞争力的节能环保大型企业集团；形成 50 个左右年产值在 10 亿元以上的专业化环保服务公司；城镇污水、垃圾和脱硫、脱硝处理设施运营基本实现专业化、市场化。而目前来看，我国环保企业整体规模不大、集中度不高。从目前环保上市公司的产值看，2012 年环保业务产值超过 10 亿元的公司仅有 8 家，此外还有 15 家上市公司环保业务收入低于 5 亿元。十二五规划目标的时间窗口日渐临近，各企业在有限的战略机遇期积极寻求外延式扩张，通过并购突破规模、地域、业务结

构等瓶颈而做大做强。

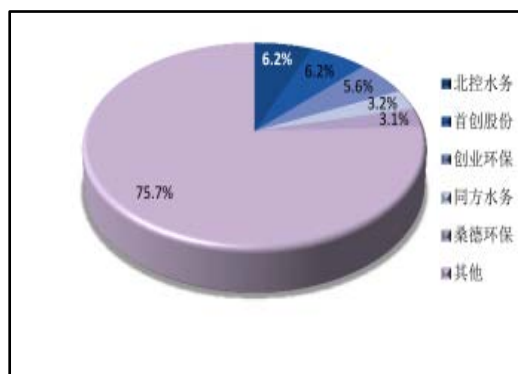
图 5：目前环保市场格局仍以中小产值公司为主体



资料来源：广证恒生

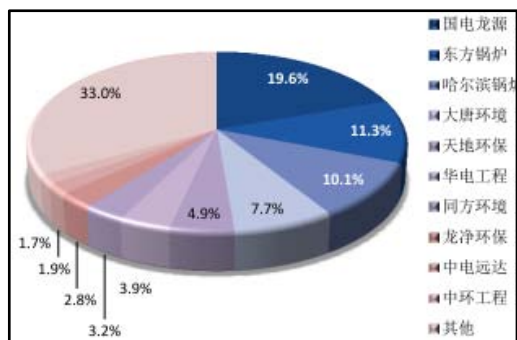
- 从各细分领域的市场集中度来看，污水处理、固废处理等细分领域由于地域、资金、资质等瓶颈的限制，市场仍较为分散，存在较大的并购整合空间。大气污染治理方面，三大锅炉企业和五大发电集团旗下脱硫脱硝公司市场份额相对较大，其他公司市场占有率仍然较小，主要依靠新增项目订单拓展业绩规模。分析人士认为，大气污染治理领域市场格局则相对稳定，污水处理、固废处理等仍是环保工程运营类企业并购的主要领域。

图 6：污水处理领域市场仍较为分散



资料来源：广证恒生

图 7：脱硝市场格局相对稳定

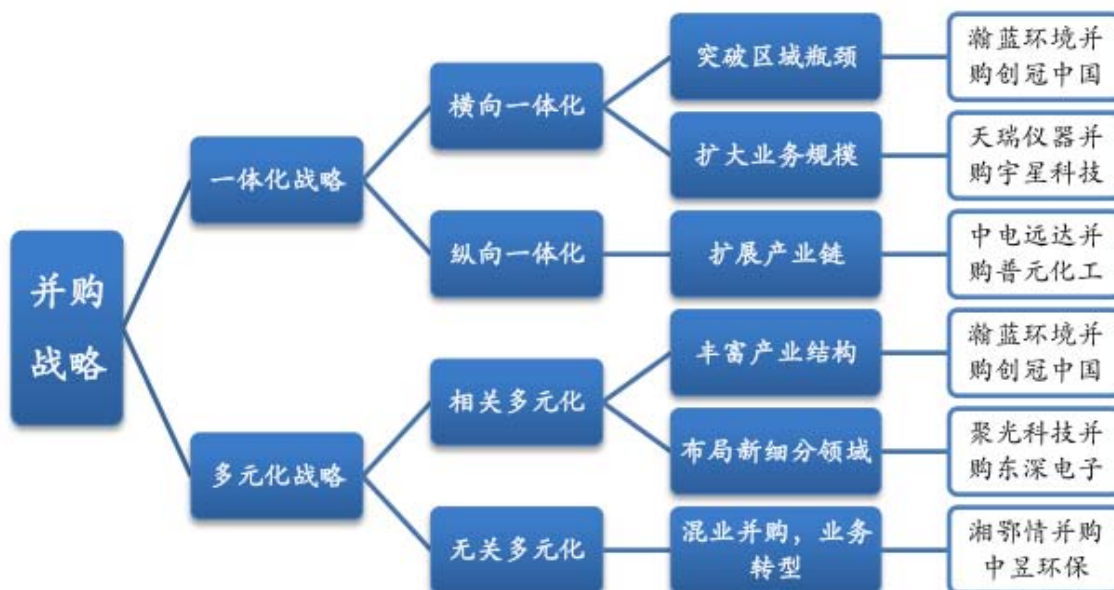


资料来源：广证恒生

- **积极寻求破局，大浪淘沙、强者恒强：**在行业的兼并、整合大潮中，那些拥有较强融资能

力和资本运作能力、拥有良好项目运作经验、能够主动布局新业务结构的企业将在行业整合中迎来新的增长。

图 8：环保企业积极寻求外延式扩张



资料来源：平安证券

- 2013 年环保行业并购浪潮迭起，尤其第四季度进一步加速，并购项目规模也有不断扩大的态势。研究机构认为，环保行业整合步入深水区，环保各个细分领域的并购事件也将在 2014 年不断上演。：

图 9：2013 年第四季度环保行业并购项目一览

细分领域	公司简称	时间	收购标的	主营业务	金额 (¥)	交易方案	交易目的
大气治理	中电远达	2013.11	重庆普元化工 100%股权	钛白粉生产	2800 万元	现金收购	延长上游产业链
固废处理（含资源利用、垃圾发电、生物质发电等）	城投控股	2013.11	上实丰启置业（BVI）有限公司的 100%股权	地产开发	8.20 亿	现金收购	储备土地资源
	桑德环境	2013.11	浙江意意环卫机械设备有限公司 100%股权	环卫设备制造	700 万	现金收购	布局环卫设备产业，丰富产业结构
	盛运股份	2013.11	桐城垃圾发电公司 75%股份	垃圾发电	3300 万	现金收购	进一步拓展垃圾发电规模
	东江环保	2013.12	广州绿由工业弃置废物回收处理有限公司不低于 51%的股权	工业废物综合处理	不超过 1.045 亿	现金收购	扩充公司的经营资质和扩大业务区域范围
	瀚蓝环境	2013.12	创冠中国 100%股权	垃圾发电	18.5 亿	现金及发行股	突破区域局限，丰富产业结构

			燃气发展 30%股权	燃气业务	3.83 亿	份	
	凯迪电力	2013.12	北流、浦北股权、平乐三 电厂 100%股权	生物质发电	2.07 亿	现金收购	进一步拓展生物质发电规模
污水处理	隆华节能	2013.10	中电加美 100%股权	污水处理	5.4 亿	现金及发行股份	延伸公司环保节能产品线
	国中水务	2013.12	瑞典 Josab 公 司 42%的股权	水净化设备	3200 万	现金收购	拓展净水设备市场 ,丰富产业结构
	天瑞仪器	2013.12	宇星科技发展 51%股权	环境在线监测仪器	14.79 亿	现金及发行股份	拓展产品线 ,扩大业务规模
	聚光科技	2013.12	深圳市东深电子股份有限公司 90%股权	水利自动化、信息化服务	1.62 亿	现金收购	整合产业链 ,丰富产品结构

三、法律法规分析

保监会，银监会：1月16日发布《中国银监会关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》

银保二次新规落地，保障转型事无巨细，银保冲量时代或终结。新规在二季度执行；继续禁止驻点；每家网点在一年内不能签约三家以上。对于意见稿中难以界定的保障型产品加以细化。新规预示着2013年险企卖理财冲量、银行诱导退保多赚佣金模式走向中止。

银保新政颁布，与2013年11月的征求意见稿相比，新政的重要区别如下：

- **取消“允许保险人员驻点销售”提法：**征求意见稿提及“在代理合作期内，连续2个季度银行、邮政代理机构一级分支机构代理同一保险公司业务，期交保费达到或超过该省级机构代理该保险公司全部保费收入的30%的，该保险公司人员可以在该省级机构的相关网点进行辅助咨询。”与2010年银监会取消驻点销售时环境不同，目前银行系险企已高速增长，渠道独立性地位凸显，银行系险企解决人才和后台管理的短板只是时间问题（可能2-3年），而且银行非常看重保险公司作为资产管理平台的突出地位，因为就投资范围讲，保险资管除了一级土地、住宅地产以及直接放贷等不能做外，其他全覆盖，意味着当前银邮渠道4,000亿左右的年代销保费2-3年内或将由银行系险企（尤其四大行及邮储银行）瓜分，市场评论表示银行或已充当了继续取消驻点销售的主要支持者。
- **保障型产品占比不低于20%的操作性加强：**相较于征求意见稿，代销风险保障型和长期储蓄型保险产品的保费之和占代理保险业务总保费收入的20%的比例限制未变，但新规将难以界定的养老年金产品限制为保险期间不少于10年，使政策擦边球的可能大大降低，保障型产品占比更高的平安和太保几乎没有转型成本。
- **强化“一年三家”的限制：**2010年开始执行的一个网点只能与不超过三家保险合作规定，在操作中演变成每周或每月一轮换。此次明确：一个会计年度中只能有三家。在选择合作对象时，应考虑13个月保单继续率、业务结构等情况。银行资源的争夺会更加激烈而稳定，两类公司受益：银行系保险公司、拥有更大协议存款规模的上市险企。

保监会：下发《关于促进人身保险公司互联网保险业务规范发展的通知》（征求意见稿），拟规范互联网保险发展，规范性文件将出台

为促进并规范人身保险公司互联网保险业务发展，维护市场秩序，切实保护消费者合法权益，保监会1月14日下发《关于促进人身保险公司互联网保险业务规范发展的通知》（征求意见稿）。该《征求意见稿》指出，互联网保险业务是指保险公司通过移动互联网宣传和销售保险产品的业务。人身保险公司经营互联网保险业务，应通过互联网完成宣传和销售流程，确认投保意愿并完成网上支付。

- 该《征求意见稿》充分尊重了互联网保险销售与传统销售模式的差异性。按照传统销售方式，保险销售人员是不允许直接返佣给投保人的。但在互联网保险销售模式下，这一“铁

律”则被予以变通。《征求意见稿》第十二条和十三条，分别认可了赠险或保险相关服务赠送的行为。

- 文件还指出，鼓励保险公司互联网保险业务通过技术升级、产品创新等方式发展符合《关于加快业务结构调整进一步发挥保险保障功能的指导意见》的风险保障型和长期储蓄型保险产品。保险公司通过互联网销售上述产品，可以在定价所用的附加费率范围内以保费折扣、赠送保险、提供与保险产品直接相关的物品或服务的形式进行促销，相关成本累计不得超过对应保险产品保费收入的10%。
- 该文件还继续强调了对保险产品网销的严格监管，这包括公司宣传和披露以及风险合规管理与其他渠道看齐。同时要求，客户回访内容和标准化不低于其他渠道。该征求意见稿的主要思路，就是未来明确异地销售的问题，这也是保险公司和投保人最关心的问题。

保监会：2月19日下发《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》， 保险资金投资权益类投资比例上限提至30%

《通知》根据资产风险收益特征，将保险资金各种运用形式整合为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五个大类资产。不同大类划定的投资比例不同，其中，投资权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额占保险公司上季末总资产的监管比例分别不高于30%、30%、25%、15%，近8万亿保险资金投向和比例，终于可以在一部规定中找到全部答案。险资投资“新规”带来更多投资灵活性，使保险公司能进一步优化投资策略。

市场评述：

- 今年以来，保监会动作频频，推进保险资金运用体制市场化改革加速。1月7日保监会发布规定明确险资可以投资创业板公司股票；1月8日保监会宣布，将启动历史存量保单投资蓝筹股政策，允许符合条件的部分持有历史存量保单的保险公司申请试点；2月19日保监会再发通知，将险资投资股票等权益类资产比例上限由25%提高至30%，按照当前仅占10%的比例来计算，险资入市理论上将为资本市场提供了近1.5万亿元的活水。

但目前险资在股票和基金的投资占比已经连续三年保持在10%左右，投资风格一向较为谨慎的险资，因此短期内不会轻易大规模加仓入市。从长远看，A股市场有望成为保险资金投资的重要领域，作为标准的长线资金，保险资金需要在资本市场寻找有价值的蓝筹股。保险资金运用松绑是大势所趋，此次新规出台将会给保险公司的资金投资带来更大的发展空间。

四、热点聚焦

新三板扩容继续，有助于优化 A 股结构，创业板估值中枢或将下移，多家券商发起新三板基金，并购市场迎来新机遇，但流动性不足问题仍待解决。

事件：1月24日，被誉为“中国版纳斯达克”的全国中小企业股份转让系统，迎来一次史无前例的大扩容，266家公司将集中挂牌，新三板资本盛宴开幕。

与首批266家企业挂牌时相比，截至2月20日新三板又增加21家挂牌企业，总数达到642家，总股本和总市值分别达到219亿股和1250亿元，分别比2013年底增长126%和127%。当前新三板挂牌企业数量超过创业板，并与中小板企业数量旗鼓相当。全国中小企业股份转让系统董事长杨晓嘉表示，企业申报新三板的积极性很高，预计上半年挂牌企业将超过1000家。

市场评述：

- **新三板扩容投资者迎历史机遇：**

- **上市企业战略新兴产业居多、估值较低：**从目前新三板企业的行业分布来看，以战略新兴产业居多，其中计算机应用服务业占据30%以上的比重，而且挂牌的企业也多以成长性较好的企业为主，不乏文化传媒、环保、券商等主板市场热门行业。从目前市场的估值来看，远低于创业板和中小板的同行业估值。
- **转板价值可以极大提升新三板企业估值：**截至目前，已有8家新三板挂牌公司成功转板，包括1月份上市的安控股份。根据新三板定增的统计，在已经成功转板的8家企业中，世纪瑞尔及北陆药业在新三板挂牌期间进行了定向增发，至其转板解禁后，收益率分别达到324%和283%，年化收益率均超过170%。

据悉,目前新三板至少已有10家企业意欲IPO,其中康斯特、合纵科技、双杰电气等已在创业板排队,海鑫金科则向主板发起冲刺。分析人士认为,未来随着转板绿色通道的建立,场内外市场完全连通,不排除更多的新三板挂牌企业问鼎中小板、创业板。

- **新三板扩容有助于优化 A 股结构：**一个成熟的资本市场，应该是多层次、多风险特征的。按照一般的逻辑，从主板，到中小板、创业板，再到三板以及区域股权市场、券商柜台市场，呈现金字塔分布，一个优质的公众公司会一步一步从金字塔的底层千军万马中胜出，最终进入主板。但国内资本市场却恰恰相反，主板规模庞大，中小板、创业板、新三板以及区域股权市场等规模较小，呈现倒金字塔结构。这其中的弊端除了风险特征不匹配外，更大的弊端是资源的无效配置和浪费。新三板有助于市场在资源配置中起决定性作用，在扩大资本市场服务覆盖面、对接中小企业金融需求的同时，还起到为二级市场“练兵”，发挥孵化器作用。
- **创业板估值中枢或将下移：**《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》确认了转板制度，明确了新三板与沪深交易所的平等地位。分析人士认为，这在一定程度上，使得新三板与创业板之间构成了竞争性关系。从2012年业绩数据来看，三板挂牌公司的业绩增

速要好于创业板整体，但公司估值由于流动性方面的掣肘，明显低于创业板。在新三板交易制度逐渐成熟、市场规模不断扩大、机构投资者参与度提高后，挂牌公司的估值有望上移，而创业板的整体估值则受到竞争性市场的拉动，会有中枢下移的趋势。

- **多家券商发力新三板基金：**随着新三板全国扩容，该市场蕴含的投资机会日益受到投资者青睐。据不完全统计，目前至少已有申银万国证券、中信证券、国泰君安证券、平安证券、华龙证券等已设立或正在发起设立新三板基金。中信证券旗下直投公司金石投资出资 500 万元专门成立专项基金“青岛金石灏纳投资有限公司”，专投新三板企业。平安证券新三板基金目前募集资金基本到位，但还没正式挂牌成立，规模大概为 1 亿~1.5 亿。
- **并购市场迎来新机遇：**在这条新三板企业借资产重组实现转板 IPO 的利益链上，无论券商还是 PE，都有着自己的制度套利计划
 - **扩容后的新三板，让 PE 看到项目退出新路径：**先让投资企业在新三板挂牌，再通过并购重组达到行业龙头地位，并符合交易所上市财务指标，就有机会直接转板交易所从而曲线上市。目前证监会相关部门正在研究新三板企业直接转板 IPO 的绿色通道，并与证券交易所多次沟通，围绕企业直接转板上市的财务指标等审核流程，制定操作细则。尽管这项转板操作细则出台尚需时日，多家 PE 机构却未雨绸缪，开始在新三板物色并购重组机会。
 - **券商挂牌业务较难赚钱，开始关注新三板企业投行业务：**目前，券商在新三板运作的投行业务主要有三块：一是券商直投，但比例按规定不能超过企业股本的 7%。二是做市商制度衍生的凑合交易价差收益。尽管做市商制度操作细则尚未出台，但相关部门拟规定券商可以从挂牌企业额外收购最多 100 万股，主要用于保障凑合交易的流动性，券商需从中获取高收益并非易事。三是券商参与挂牌企业并购重组的佣金收入。这也是新三板投行业务最丰厚的收益。并购重组业务佣金比例的高低，是根据新三板挂牌企业并购重组难度、企业所在行业的成长性、定制化的股权结构安排与定向增发方案自主协商的。某券商场外交易部负责人表示，目前其所在的券商正运作的数笔新三板企业并购重组方案，综合佣金收入占交易总金额的 7%以上，高出挂牌费 3 倍以上。

上述券商场外交易部负责人坦言，券商之所以积极介入新三板企业并购重组业务，主要由于新三板对企业并购重组采取相对宽松的审核制度。尽管新三板重组并购操作细则仍在酝酿，但从相关部门了解到，新三板企业并购重组方案可以由交易双方自行敲定，事后向新三板相关部门登记即可，即使是企业实际控制人发生变更的重大并购重组，只要符合新三板的企业信息披露要求，也是可以操作的。
- **当前流动性不足问题仍待解决：**自新三板扩容以来，仅限于扩容首日出现了一定程度的成交量，当天成交 6493.42 万元，随后刚被点燃热情的新三板很快进入“冬眠”状态。据统计春节长假后的 3 个交易日，新三板日均成交金额仅为 323 万元，而 2 月 11 日全天的成交金额更是只有 102.3 万元。导致新三板流动性不足主要是因为：
 - **现行的准入门槛较高，投资者数量较少：**原来规定机构投资者的资金门槛是 500 万元，自然人的资金门槛是 300 万元，在新三板全面扩容前夕，管理层更是将自然人的资金门

槛提高到 500 万元，与机构投资者一样的资金门槛，这样，就使更多的投资者无法进入该市场，投资者数量较少。据了解，截至 2014 年 1 月末，投资者开户数为 12347 户，比 2013 年年底的 9628 户增加 28.2%，其中自然人 10854 户，占比 88%；机构 1493 户，占比 12%。而且，自然人投资者与沪深交易所市场的自然人投资者有明显区别，目前自然人投资者以挂牌公司既有股东为主，包括原始股东、董监高及参与股权激励的核心员工。

可喜的是，去年 12 月 31 日，全国股转系统公司有关负责人表示，投资人准入门槛也非一成不变，全国股转系统公司将根据市场发展阶段、投资人队伍的成熟情况以及市场的需求做出相应调整。

- **做市商制度的缺失：**业内人士表示，目前新三板的交易方式仍是协议转让，交易价格要经交易双方自主协商，定价过程要比连续竞价交易或做市商交易更长，因此导致交投极不活跃。做市商制度是新三板市场的核心制度，是新三板市场存在的必要条件，不仅可以活跃市场交易，还可以代投资者估值。多数券商场外市场部负责人认为今年 8 月份做市商制度推出以后，新三板流动性将大幅提高。
- **管理层对三板市场的定位使然：**新三板致力于发展专业投资市场，投资人大多数为创业投资基金、股权投资基金和产业资本等专业机构，以长期投资为主。交易需求决定制度供给，挂牌公司和投资者结构等特点决定了新三板的股票交易不会有主板市场的高换手率。

证监会三大措施加强新股发行监管

事件：1 月 12 日，证监会紧急发布《关于加强新股发行监管的措施》，明确将进一步加强首次公开发行股票过程监管，出台三项措施对 IPO 定价和发行监管作了进一步补充和完善：

- 证监会将对发行人询价、路演过程进行抽查，发现发行人和主承销商在路演推介过程中使用除招股意向书等公开信息以外的发行人其他信息的，中止其发行，并依据相关规定对发行人、主承销商采取监管措施。涉嫌违法违规的，依法处理。
- 如拟定的发行价格对应的市盈率，高于同行业上市公司二级市场平均市盈率，发行人和主承销商应在网上申购前三周内连续发布风险公告，每周至少发布一次。
- 证监会和证券业协会将对网下报价投资者的报价过程进行抽查。发现网下报价投资者不具备定价能力，或没有严格履行报价评估和决策程序、未能审慎报价的，中国证券业协会应将其列入黑名单并定期公布，禁止参与首次公开发行股票的网下询价。

市场评述：

- **“三高”和圈钱顽疾尚未根除：**长期以来，新股“三高”发行和圈钱套现顽疾带来的泡沫后果一直由二级市场的投资者买单，也一直困扰着 A 股健康成长。市场人士表示，解决“三高”和圈钱套现问题不能只加强对发行人和承销商的监管，还应当严格约束机构投资者不负责任的抬价行为，促使其合理报价。业内人士建议，应该继续改革 A 股网下询价的竞价方式，竞价方式可调整为中标的高报价者获得高价认购，低报价者获得低价认购，或者借鉴美式招标定价的做法，这样可以有效打击高报价者，从而保护中小投资者利益。

- **新股定价来自各方博弈：**在发行定价的过程中，通过各方博弈，对发行价格起到了相互约束的作用。最关键的一招，在于发行新政规定，如果上市公司实际募集资金出现了超募，就必须启用存量发行，即老股转让。大股东如果不愿丧失控股权，势必会尽量避免这种情况出现，进而会倾向于控制发行价格。反之，如果大股东不在乎控股权，只想早日套现，势必会尽力促成老股转让，发行价也越高越好。而站在上市公司的对面、以高价接下其大股东股份的中小投资者，也很难想像自己是以一个合理的价格买到了一家有价值的公司

- **A 股市场为何缺失自我纠错功能？**

成立二十三年的 A 股市场经历了大起大落，在 2007 年时整个市场市盈率曾达到 50 倍以上，而六年后的今天，整个市场的市盈率已经跌落至 10 倍以下。目前大部分 A 股上市公司估值处于历史低位，其中很多中字头的大企业均已破净。但市场并未发挥自我纠错功能，以银行业为例，不少企业在排队申请银行牌照，却没有投资者去“私有化”那些已经破净且“性价比”不错的 A 股上市银行。

市场为何没有发挥自我纠错功能？从制度层面来看，制度建设重上市轻退市，股市功能重融资轻投资，一条腿无法平衡。有效的退市机制的缺失降低了 A 股市场股权交易的活力和资源配置的效率，从而弱化了股市自我纠错的功能。因此，分析师认为上市制度与退市制度应该形成一个平衡。目前新股发行制度改革已经启动，监管层对壳资源的态度已经明确，转板规则也已发布，退市制度改革呼之欲出。

- **美国经验显示，在制定退市制度时，退市标准具体，明确，具备多样性和操作性，退市程序兼顾效率和节奏，注重公平性和灵活性，将有助于提升退市制度的有效性**

A 股市场强制退市公司少，自主退市公司更是寥寥无几。社会上一直存在一种误解，认为只有劣质企业才退市，其实成熟市场上，经营好的企业也可以退市，退市与否并非是衡量企业好坏的标准。

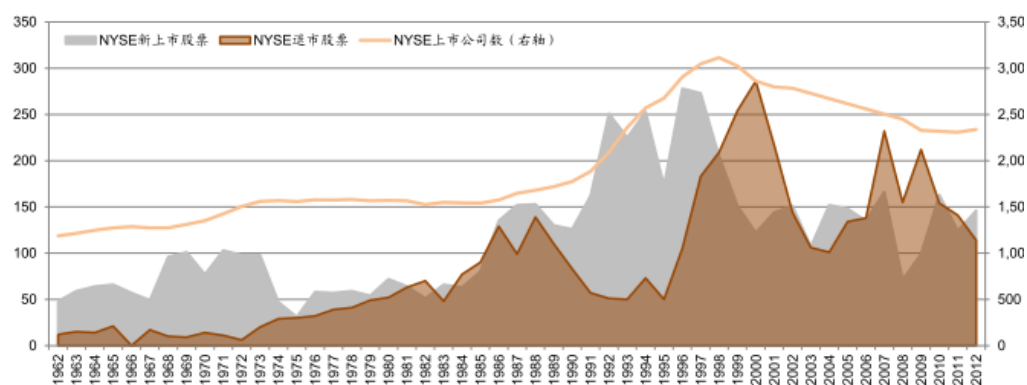
股市是股权交易的市场，有进有出。美国上市公司除了因为触发退市量化标准而被强制退市外，很多公司当其股权交易的价值降低后，选择自主退市。据统计，纽交所自主退市与强制退市的比例大约为 3: 1，纳斯达克的这一比例为 1: 1。这也符合企业生命周期理论，成熟期的企业自主退市推动了美国股市行业结构的变迁，使股市更好地反映实体经济结构。

上市公司退市是普遍和正常的市场行为。从数量上看，从 1995 年至 2012 年，纽交所共有 3,000 家左右公司退市，纳斯达克共有 8,000 家左右公司退市，数量相当可观的。从市值上看，从 2005 年至 2012 年，纽交所退市公司市值高达 3.1 万亿，而新上市公司市值仅有 1.3 万亿，退市市值是新上市公司市值的 2.5 倍！

- **建立有效的退市机制对 A 股市场的意义**

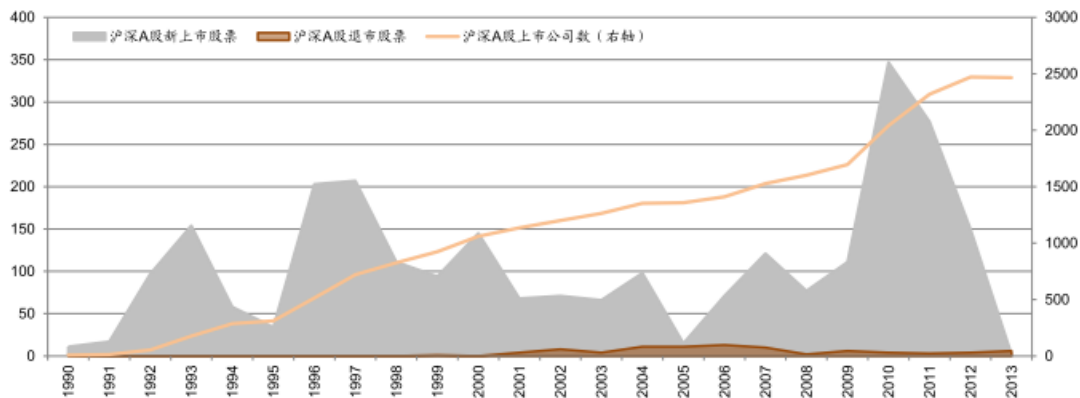
回顾 A 股历史上重大的制度性改革，改革红利通常能够给股市带来正面影响。退市制度一直都是 A 股市场制度建设较弱的一环，退市制度制定和执行向前的一小步，对于 A 股市场制度环境的完善将是一大步。它有利于上市公司进行市值管理，有利于保护投资者利益，有利于 A 股市场撕下“为企业融资”的标签，实现投资和融资两条腿走路。退市制度改革将对 A 股市场带来重大机遇。

图 10: 纽交所历年新上市公司数和退市公司数对比



资料来源：中金公司研究部

图 11: 上海和深圳交易所历年新上市公司数和退市公司数对比



资料来源：中金公司研究部

免责声明

本报告仅供弘松投资咨询有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户及内部使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“弘松投资”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。