

2020 年 04 月 06 日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

避免冲击二级市场的科创板减持新方式

——《科创板股东非公开转让及配售减持》简评

相关报告

《人民银行定向降准超额准备金利率点评：

定向降准与特别降息》——2020-04-03

《3 月 PMI 数据点评：超预期的数据与弱于预期的基本面》——2020-03-31

《证监会《问答》及保险业股权投资放宽简评：定增战略投资者门槛提升，放宽保险权益投资》——2020-03-22

《国务院下放用地审批权点评：建设用地总供给仍有约束，项目审批效率提升》——2020-03-16

《1-2 月宏观经济数据点评：疫情冲击之下的经济有多糟？》——2020-03-16

事件：

4 月 3 日，上海证券交易所发布《上海证券交易所科创板上市公司股东以非公开转让和配售方式减持股份实施细则（征求意见稿）》（以下简称《实施细则》），对科创板上市公司股东通过非公开转让和配售方式转让首发前股份所涉及的条件，定价，程序等细节进行明确。我们认为《实施细则》此次明确的两种减持方式是对传统的减持方式的补充，一方面增加了包括创投公司在内的科创板公司大股东减持退出的灵活性，有助于改善创业者和投资者的激励，一方面也可以避免和减少因为大股东减持对二级市场的直接冲击。

投资要点：

- 《实施细则》衔接《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称《上市规则》），是对科创板公司大股东减持股票方式的完善。2019 年 3 月实施，2019 年 4 月第一次修订的《上市规则》在第四节有关股份减持的说明中明确提出：“上市公司股东可以通过非公开转让、配售方式转让首发前股份，转让的方式、程序、价格、比例以及后续转让等事项，以及上市公司非公开发行股份涉及的减持由本所另行规定，报中国证监会批准后实施。”本次《实施细则》对非公开转让与配售两种减持首发前股份的方式进行了明确。
- 与传统的减持方式相比，科创板两种新减持方式增加了创业公司大股东退出的灵活性。根据《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（以下简称《减持细则》）规定，上市公司所有股东减持时，若采用集中竞价方式（即二级市场卖出），则在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%。若采用大宗交易方式，在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%。采取协议转让方式的，单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的 5%，且受让方六个月内需遵守集中竞价方式的限制。可以明显看出，即使限售期满，大股东通过传统方式减持受到的限制颇多。

本次《实施细则》对于法定锁定期满后，股东通过非公开转让方式和配售方式减持首发前股份，不再限制减持数量。创业板公司股东可以根据需要自主决定减持的时间、数量、比例。有助于包括风险

资本在内的创业公司大股东退出。

■ **《实施细则》对非公开转让方式的出让方，受让方及价格形成机制做出了详细规定。**

出让方方面，持有科创板上市公司上市前已发行的且目前已不在锁定期内的股票的股东，在不触犯《减持细则》中有关不能减持情形的前提下，只需单独或合计转让的股份数量高于公司股份总数的1%，即可使用非公开转让方式减持股票。在窗口期方面，为减少信息不对称，保护投资者利益，《实施细则》规定在上市公司发布定期报告、业绩预告和快报以及发生重大事项的有关期间不得进行非公开转让。

受让方方面，《实施细则》规定，受让方仅限机构投资者。但是，与参与转让的股东、证券公司等中介机构存在关联关系的投资者，不得参与非公开转让，这有助于防止出现股份代持，密谋等违规行为，保证非公开转让的透明性。另外，受让方通过非公开转让获得的股份六个月内不得出售。

价格形成机制方面，采用市场化询价方式。获配询价对象的最低报价即为转让价格，认购不足的，可以按已经确定的转让价格追加认购或者按实际认购情况确定转让结果。但是《实施细则》规定，通过询价获得的价格不得低于发送认购邀请书之日前20个交易日科创公司股票交易均价的70%。

■ **配售方式使得科创公司除出让方以外的股东也可以成为受让方。**

《实施细则》规定，股东单独或者合计减持股份数量达到科创公司股份总数5%的，可以采取向公司现有其他股东配售的方式进行。配售价格由参与配售的股东确定，底价需高于配售首次公告日前20个交易日股票交易均价的70%。配售方式使得出让方选择更加多元化，也使得公司其他股东在无法满足机构投资者条件的情况下能够成为受让人，为现有股东参与受让首发前股份提供了选择权。

■ **《实施细则》利于科创板企业融资，长期助力我国科创企业发展。**

本次《实施细则》所明确的非公开转让与配售的减持方式，对于科创板企业现有股东而言，其获得了更为多元和灵活的退出方式，有助于激励PE、VC行业乃至创业行业的发展，也有利于创业公司更好的获得融资。

对于二级市场而言，创业板公司大股东非公开减持或者配售将注入增量资金，且接收方6个月内不得出售，这就有助于化解和避免二级市场大幅减持出现的流动性风险，有助于二级市场股价的稳定。

风险提示：经济低于预期，疫情超预期

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6073

