

■记者观察 | Observation |

谁更适合撰写招股书？

证券时报记者 邱晨

海通证券近日在道明光学招股说明书上闹出的笑话成为业内的焦点，而围绕着招股书应该由谁来撰写，则成为了业内争论的另一个热门话题。企业上市过程中三个主要的中介机构——投行、律师和会计师，到底谁更具备撰写招股书的资格？

业内常把招股书比作发行人开给投资者的一记“处方”，直接决定了投资者“服用”后的“药效”如何。但是，由投行出具的，本应严谨、客观、真实、完整地反映企业基本情况的招股书却时常暴露出一些低级错误，损害了投资者利益。

从结构上看，招股书大致可以分成三块：企业的历史沿革、财务与分析、业务与技术。目前，企业的历史沿革部分多由律师起草，财务与分析部分由会计师起草，业务与技术部分则由投行撰写。同时，投行还需要审核和整合其他两家中介内容，并最终并稿成招股书。

客观来看，这些分工已经比较成熟和到位，能很好地发挥各家长处。如果投行能够把握最后的一个环节，那么招股书就能保证好质量。

但问题是，撰写招股书这一“吃力不讨好”的活，往往都被推到一些年纪轻、资历浅的投行新人身上，有经验的保荐代表人只在最后把把关，签个字。尤其引人担忧的是，目前许多投行还存在业务外包的情况，将招股书分拆外包给第三方撰写，这也削弱了投行对招股书的质量控制能力。

对于上述问题，有业内人士提出，未来招股书或许应该由律师来撰写，会计师补充其中的财务部分，投行则仅担任协调和整理的角色。

事实上，从职业定位来看，律师在上述三者当中最具备守法和合规的意识。另外，律师的法律知识能保证其在撰写招股书时，在用词的把握上更加精准和严谨。而目前上市企业的招股书中普遍存在的最大问题是浮夸和失实，特别是对于投资故事的过度挖掘，严重影响了以信息披露为目的的招股书的客观性和真实性。

因此，从某种意义上说，由律师执笔撰写招股书能够起到“去伪存真”的效果，也能有效杜绝时常出现在招股书上的一些低级错误。

但也有人士对律师撰写招股书提出了质疑。其依据是，律师的职业道德规范中明确规定，“律师应当充分运用自己的专业知识和技能，尽心尽职地根据法律的规定完成委托事项，最大限度地维护委托人的合法权益”。这就不免让人担心，如果发行人聘请的律师站在“最大限度地维护委托人利益”这一角度上，就很难保证其经手的招股书的独立性和客观性。

从海外经验来看，美国企业的招股书通常是由发行人聘请的律师来撰写，再由另一家律师事务所出具独立的法律意见书，而投行有时也会聘请律师对此出具意见书。因此，在多方律师的协调下，招股书的质量和客观性能够得到相对有效的控制。

就我国现阶段实践来看，由律师撰写招股书的条件并不成熟，其最大的问题在于行业缺乏具备多方面专业知识的高素质律师。而现阶段的保荐人制度，又与律师写招股书存在一定的冲突。不过，从长远来看，随着未来企业上市机制有可能由目前的发审制向备案制转型，由律师来撰写招股书的可行性将大大增加。

尽管现阶段投行是唯一负责撰写招股说明书的中介机构，但投行仍需要不断加强自身的业务能力和职业操守，这样才能应对未来的挑战；否则投行在招股书中屡犯一些低级错误的行为只会加速制度的调整和变革。

另据业内人士判断，随着国有企业改制的陆续完成，今后上市企业将更多以民营企业为主。因此，未来上市企业的招股书中涉及历史沿革的复杂程度将逐渐降低，而涉及企业的财务和发展前景的部分则越来越重要。现阶段投行更应该发挥自己的长处，做好对拟上市企业的行业调研和盈利分析工作，提升招股书“含金量”。

建行董事会提名王洪章为执行董事候选人

建设银行今日公告称，该行董事会日前通过关于提名王洪章为执行董事候选人的议案，该行董事会还通过了将于2012年1月16日召开2012年第一次临时股东大会的议案。（杨冬）

农行董事会提名蒋超良等10名董事候选人

农业银行今日公告称，该行董事会日前审议通过了提名蒋超良等10名董事候选人的议案。其中，提名蒋超良、张云、杨琨3人为执行董事候选人，提名胡定旭、邱东2人为独立董事候选人，提名林大茂、沈炳熙、程凤朝、赵超、肖书胜5人为非执行董事候选人。（杨冬）

智能移动终端产业链暴利持续性待考

证券时报记者 杨冬

我国智能移动终端产业正在以几何级的增长速度实现跨越式发展。与此同时，国内智能移动终端产业也产生了一大批有着首发（IPO）上市潜质的优秀企业。证券时报记者获悉，惠州硕贝德无线科技、深圳宝明科技等智能移动终端上游企业正在积极筹备A股IPO事宜。

平安证券一位投行人士指出，智能移动终端产业上游零部件企业A股IPO过程中，市场定位、技术革新能力和单一客户依赖问题需要予以合理解决。移动互联网企业A股IPO过程中需要解决的几个共性的问题则是，技术革新能力较弱、竞争地位不强、与运营商关系不够稳定以及3年连续盈利期未满等。

爆发式增长

据中金公司预测，国内智能移动终端渗透率（智能移动终端用户占总人口的比例）2014年有望达到21%；国内移动互联网用户规模2015年有望超过8亿，产值规模有望超过1000亿元（不含流量和接入费）。

在巨大需求的驱动下，这个新兴产业与暴利如影随形。深圳一位资深创投人士坦言：“无论是智能移动终端的零部件生产企业，还是那些拥有成熟盈利模式的移动互联网基础应用企业，毛利率往往会高达50%至80%，简直就像在地上捡钱一样！”

事实上，自2010年苹果iPhone 4和iPad发布以来，全球智能移动终端市场开始加速进入爆发式增长期。

根据美国国际数据公司的预测，2011年全球智能手机出货量（整机厂商仓库出货数量）将增长55%达到4.72亿部，2015年将会增长至9.82亿部。另据美国市场研究公司IC Insights预测，2011年平板电脑销售量将增长190%达到4900万台。

我国是全球智能移动终端市场中重要的增长力量。据易观国际预测，2011年我国智能手机的销售量将达到9500万部；而在2007年至2010年4年期间，这一数据分别为1300万部、1500万部、1700万部和3000万部。

在市场需求的强烈驱动下，我国规模以上（年收入500万元以上）智能移动终端上游零部件和整机生产企业的数量也实现了快速的增長。

据独立第三方调研机构大禾咨询统计，截至目前，我国规模以上智能手机上游零部件和整机生产企业约为400家，目前已实现A股

上市的企业数量较多，包括金龙机电、新嘉联、金利科技、水晶光电、信维通信等电子、结构件、天线等配件企业，以及莱宝高科、超声电子、宇顺电子、长信科技、深天马A、南玻A、欧菲光、华东科技、广电电子等触摸屏生产企业；规模以上平板电脑上游零部件和整机生产企业则约为300家，其中包括万利达、汉王、长城电脑等13家本土整机生产企业。

与此同时，我国基于智能终端的移动互联网应用行业也随之呈现出井喷式的发展态势。

据易观国际统计，2010年我国移动互联网用户达3亿，其中看新闻的用户占78% 2009年仅为72%）、聊天的用户占73% 2009年仅为55%）、搜索信息的用户占67% 2009年仅为43%），看小说的用户占46%（2009年仅为29%），玩手机网游的用户占19% 2009年仅为9%），在线听音乐的用户占20%（2009年仅为8%），看视频和电视的用户占17% 2009年仅为7%）。

据了解，近年来我国移动互联网业务层出不穷，目前主要的应用包括移动搜索、浏览器、输入法、移动支付、手机游戏、手机音乐、移动媒体、手机导航以及综合性的虚拟应用商店等。

以综合应用商店为例，目前包括智能移动终端厂商、移动运营商、移动互联网企业均在打造各自的应用商店，比如苹果的App store、谷歌的Android market、腾讯的无线业务平台、百度的应用开放平台，以及中国移动、中国联通等运营商的应用商店等。

对于我国移动互联网未来的发展方向，兴业证券一位研究员指出，我国本土智能终端企业深受山寨机的困扰，因此创新动力和能力不足；而我国三大运营商则由于体制的限制，创新能力也较弱。因此，只有百度、新浪、腾讯等本土移动互联网企业才能担当起行业的发展重任。

暴利能持续多久？

在巨大需求的带动下，整个智能移动终端产业链均保持着超高的毛利率。

以信维通信为例，据其披露的财报数据显示，该公司主要应用于智能手机的蓝牙终端天线2010年的毛利率高达74.92%。

再以莱宝高科为例，该公司生产的触摸屏产品主要用于智能手机。据其披露的财报数据显示，该产品2010年度的毛利率达55.08%。

此外，即使是塑料件、玻璃件、五金件等技术含量较低的智能移动终端配件企业的毛利率，也要



远高于其他行业。以一家主要生产手机视窗防护屏的企业为例，据其财报数据显示，该公司自2009年开始大力拓展智能手机和平板电脑市场，2009年和2010年这一产品的毛利率分别达37.03%和36.79%，而2008年这一产品的毛利率仅为9.08%。

移动智能终端整机生产企业的毛利率虽然要低于上游零部件企业，但亦非常可观。

据美国研究公司iSuppli的报告显示，苹果iPad 2的毛利率高达60%。另据美国商业网站BNET预计，苹果iPhone 4在2010财年的毛利率高达70%。

申银万国证券一位投行人士认为，由于成本控制较差以及对上游零部件企业议价能力不强，国内整机厂商的毛利率要远低于苹果，但通常也能达到20%至40%的毛利率。

事实上，部分拥有成熟盈利模式的移动互联网基础运用企业的毛利率水平还要高于智能终端企业。

深圳一位资深创投人士指出，一家年收入1亿元的移动互联网企业通常净利润能达到5000元以上，毛利率则甚至能达到80%以上。

不过，对于智能移动整个产业链而言，暴利状态能维持多久还有待观察。

据大禾咨询预计，国内移动互联网基础运用行业的暴利令各路资本快速杀入，随着未来竞争的日趋激烈，专业应用企业和平台企业毛利率快速下滑的可能性较大。

IPO 共性问题剖析

由于商业模式成熟度的差异所致，目前国内智能移动终端产业链中的A股上市资源主要集中在上游零部件生产企业。

不过，对于这类企业而言，IPO过程中有一些共性的问题需要予以解决，其中最为普遍的问题就是单一客

户依赖的问题。

智能终端零部件企业单一客户依赖的问题是由行业特点所决定的，比如广东地区很多企业均在为苹果或三星供应零部件，苹果和三星就是他们最主要的客户，这种客户结构在短期内很难改变。”平安证券前述投行人士指出。

此外，技术革新能力较差也是掣肘这类企业A股IPO的关键因素之一。

申银万国证券前述投行人士认为，以苹果、三星、诺基亚为代表的智能整机生产企业技术革新速度非常快，对零部件的技术要求也会越来越高，国内零部件生产企业大多以代工为主，向整机厂商提供新产品的主动性和能力较差。

对于部分移动互联网基础运用企业而言，商业模式的成熟度在很大程度上决定了其A股IPO的前景。

以移动媒体为例，据证券时报记者了解，目前移动视频、移动电视、手机报以及电子书市场均未找到成熟的盈利模式。

移动媒体未来的趋势是免费化，由于从业的企业数量众多，单一企业很难对运营商形成较强的议价能力，目前广告商对移动媒体还是以观望态度为主。”前述兴业证券研究员认为。

不过，也有部分移动互联网基础应用企业找到了较为成熟稳定的盈利模式，比如手机游戏和手机音乐。据记者了解，目前国内手机游戏基本上已经形成了以游戏下载、游戏道具销售、虚拟币充值为主的清晰盈利模式。

此外，对于多数移动互联网企业而言，技术革新能力较弱、竞争地位

不强的问题也比较突出。

以2010年12月成功登陆美国纳斯达克市场的杭州斯凯网络为例，该公司上市前夕在美国路演时被问到最多的一个问题就是“如果腾讯来做这个市场，那么这座大山该怎么翻越？”

这个问题说明了投资人对企业竞争地位的充分关注，也提醒移动互联网企业应不断革新技术，时刻保持产品的突破与创新。”大禾咨询董事总经理程建辉认为。

后记

从11月7日至今，证券时报陆续刊登了共计10篇的IPO视角之投行看行业系列报道”，从企业A股上市前景的角度依次分别对节能服务行业、物流行业、人力资源服务行业、软件行业、文化产业、农业、服装业、连锁业态、光伏产业和智能移动终端及移动互联网行业进行深入剖析。

其中，前5个行业属于现代服务业的范畴，现代服务业近年来得到了国家的大力扶持并取得了飞速的发展，涌现出一大批优秀的企业。但由于现代服务业起步较晚，商业模式较为新颖，这类企业盈利模式的成熟度还有待观察，在A股IPO审核上还是比较难以把握。

不过，我们相信，未来创业板以及中小板、主板市场将会以更加宽容的姿态迎接更多新兴业态企业加入，中国资本市场将向任何一家符合上市标准、成长性良好、运作规范的企业开放！（杨冬）



工行股东大会通过700亿次级债发行议案

工行今日公告称，该行日前召开临时股东大会通过了关于新增发行不超过700亿元人民币次级债券的议案，还通过了关于选举姜建清、杨凯生为该行执行董事的议案。（杨冬）

交行更换保荐代表人

交通银行今日公告称，该行2010年向原股东配售A股股票项目的持续督导保荐代表人王钦刚因工作变动，不再担任该行保荐代表人，该行保荐机构瑞银证券指派保荐代表人刘文成接替王钦刚履行持续督导职责。（杨冬）

中国平安完成注册资本变更手续

中国平安今日公告称，该公司曾于2011年6月17日完成向金骏有限公司发行2.72亿股H股。根据相关规定，该公司近日完成了相应的公司章程和注册资本的变更登记手续，公司注册资本已变更为79.16亿元。（杨冬）

日趋严格。

根据证监会网站公开信息，截至目前，共有10名保荐代表人先后被撤销保代资格，其中8人均是因为未按时参加保代培训或未及时转会，2

人是因为存在注册材料虚假问题。另外，因保荐项目问题而被暂停保荐资格的保荐代表人一共为8人。其中，3人被暂停资格12个月，2人被暂停资格6个月，3人被暂停资格3个月。

平安证券：将加强质量监督和风控

对监管层的处罚决定，平安证券有关负责人昨日表示，公司已收到了证监会的警示函，同时，对监管部门的处理意见表示理解和接受。

平安证券有关负责人同时还称，公司将积极贯彻监管部门及集团的要求，以此次事件为契机，进一步完善内部管理，全面提升风险意识和责任意识，从机制、制度和流程上加强质量监督和风险控制，着力提高项目质量，做让投资者和监管部门放心的优秀投行。

据了解，随着投行业务规模的快速扩张，平安证券内部一直在讨论加强风险控制问题。在今年年初，平安

胜景山河两保代资格被撤销

证券时报记者 吴清梓

备受关注的“胜景山河事件”最终以一纸严厉罚单画上句号。昨日，中国证监会向保荐机构平安证券出示警示函，并撤销平安证券胜景山河项目两名签字保荐的保荐代表人资格。

昨日平安证券收到中国证监会下发的《行政监管措施决定书》，文件显示，因在胜景山河首次公开发行（IPO）并上市项目中，尽职调查工作不完善，对胜景山河经销商、关联方等事项核查不充分，证监会向保荐机构平安证券采取出具警示函的措施，向林辉、周凌云采取撤销保荐代表人资格的措施。至此，“胜景山河事件”，以保荐机构平安证券收到上述警示函，两位保荐代表人资格被撤的严惩而结束。

资料显示，2010年10月27日，胜景山河IPO获中国证监会发审委通过，但在12月17日胜景山河即将登陆深交所的前夜，有媒体发文称其招股书披露不实，涉嫌虚增销售收入等情况，监管层紧急叫停胜景山河上市。

今年4月6日，证监会发出《关于撤销湖南胜景山河生物科技股份有限公司首次公开发行股票行政许可的决定》，该《决定》认为，胜景山河在招股说明书中未披露关联方及客户信息，构成信息披露的重大遗漏。经证监会发审委会议再次表决，胜景山河首发申请未获通过。

至此，胜景山河成为继立电子和苏州恒久之后中国证券史上第三家“募集资金到位、但IPO最终被否”的拟上市公司。

据统计，迄今共有3个过会后被撤销IPO许可的项目，其中2008年过会的立立电子，受到被撤销发行人上市资格的处罚。2010年过会的苏州恒久，除发行人被撤销上市资格外，证监会还向保荐机构出具警示函、12个月内不予受理2名保荐代表人负责的推荐。此次，胜景山河的保荐机构平安证券被证监会出具警示函，同时2名保荐代表人被撤销资格。

业界表示，此次平安证券两名保代因项目问题而被撤销保代资格，在保代史上尚属首次。这意味着监管层对保荐机构和保代的监管