

---

# IPO 研究

【中倫行業研究系列】

## 同業競爭觀察

大數據技術在資本市場法律服務領域應用分析報告

---



---

# **IPO STUDY A ZHONG LUN REPORT**

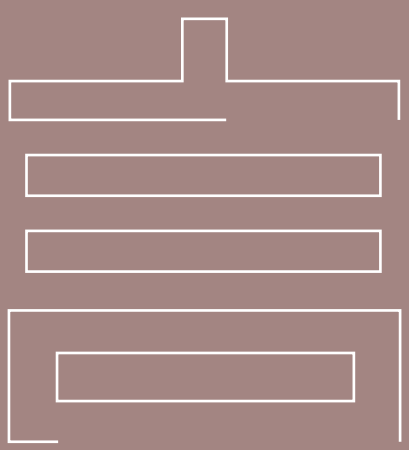
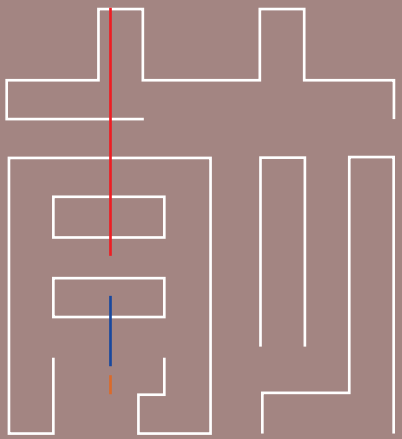
---

# IPO研究 同业竞争观察

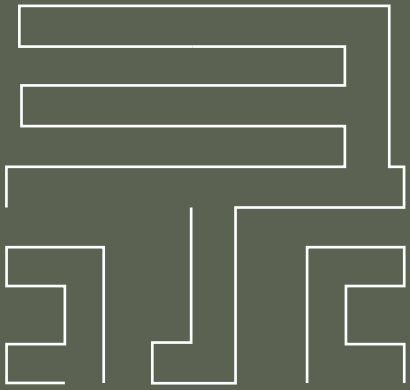
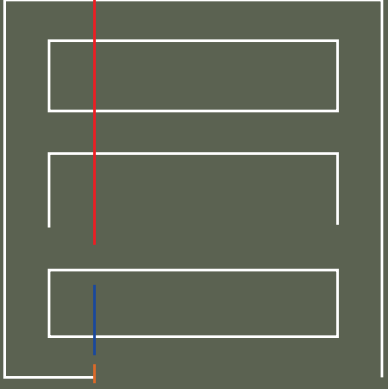
 中倫律師事務所  
ZHONG LUN LAW FIRM



中倫研究院出品



- 大数据技术越来越多地应用于包括法律行业的各个领域。NLP为基础的大数据语义智能分析系统的不断发展与完善极大地拓展了法学研究的深度和广度，ICTCLAS等汉语分词技术对于深度挖掘语言文字为载体的法律文件材料提供了巨大便利，人工智能辅助下的法律实践与分析已成为可能。
- 而在资本市场领域，法律法规体系庞杂、变化迅速，律师在进行检索、分析时，传统方式需要由人工进行海量搜索，耗费大量时间和精力。同时，行政许可的透明度较之司法判决相对较低，审核的标准也相对更为模糊，导致行政许可机关可能在类似的问题上把握的尺度并不相同，很难给市场主体明确的预期，也使得行政许可机关难以总结出一套完整、稳定的审核标准。
- 就此，我们希望将以NLP技术为基础的语义智能分析工具引入到资本市场实务问题的研究中来，以技术手段解决法律服务痛点，进行将大数据分析运用于资本市场法律服务领域的首次尝试。
- 我们选择IPO中的同业竞争问题这一影响因素和认定标准均存在较大自由裁量空间的实务问题为范本，尝试对公开信息进行自动化的大数据收集和挖掘，探索当前智能语义分析工具的运用在文意理解与分类方面的能力边界。同时，通过业内资深律师对于数据的分析，深度剖析同业竞争问题的理论基础和解决措施的深层次逻辑。



## 01

010 研究背景与意义

## 02

012 首次公开发行股票审核中  
考察同业竞争问题的规则体系

## 03

018 NLP技术辅助下对同业竞争审核范围  
与认定标准问题的大数据挖掘  
与分析框架构建

## 04

025 控制能力：横坐标轴上的考量

026 1.控制能力考量分类——类型一

027 2.非“类型一”的各种情况

029 3.第二类型的企业的情况描述与分析

035 4.第三类型企业的情况描述与分析

037 5.第四类型企业的情况描述与分析

042 6.同业竞争审核认定体系中横坐标  
(控制力)的综合分析

# CONTENTS

## 05

- 044 **商业机会转化难易程度：  
纵坐标轴上的考量因素**
- 048 1.发行人与对象企业存在处于  
同一产业链相同位置的业务
- 057 2.发行人与对象企业处于  
同一产业链上下游位置的情况
- 060 3.发行人与对象企业处于不同产业链
- 063 4.同业竞争审核认定体系中纵坐标  
(商业机会转化难易程度)的综合分析

## 06

- 064 **同业竞争解决措施与有效性分析**
- 065 1.采用解释与说明方式
- 066 2.在横轴方向上的解决措施
- 070 3.在纵轴方向上的解决措施
- 072 4.同时作用于两个轴向上的措施
- 073 5.出具避免同业竞争的承诺函

## 07

- 076 **后 记：技术综述与展望**

- 003 **前 言**
- 007 **要点概述**
- 080 **免责声明**



# 要点概述

## EXECUTIVE SUMMARY



现有规则体系中IPO审核中的同业竞争问题缺乏明确的指引,在实践中有较大自由裁量空间。本报告试图从现有的发行审核公开材料中提炼出相关规律、抽象出一个能够平衡审核需求与法理基础的同业竞争问题分析框架。

---

## 数据方法

---

- ▶ 通过运用NLPIR大数据语义智能分析方式,我们从现有全部证监会首次公开发行股票审核的公开文件中进行信息采集和提取。在对语词统计和分析后得到语词重要性画像,在对语词及背后影响因素进行归纳与分类后,我们从证监会公布的发审委会议提出询问的主要问题出发,探索“在之前环节文书中出现某一特定语词”和“发审委会议提问中具体涉及同业竞争问题”的相关性。
- ▶ 根据语词的概率增益这一相关性结果的提示,我们对重要的因素进行了语境还原并对第十七届发审委做出的IPO审核具体文本相应位置进行人工证实与分析,深度挖掘发行审核中同业竞争判断的逻辑。

---

## 技术应用体会与成果

---

- ▶ 当前阶段NLP智能语义分析具备提取、分割、识别出个别关键词语的能力,能够在较大样本容量时得到语词和其出现的语境的关联、语词的出现与某一特定结果出现的关联,从而极大的缩减信息检索、收集与无效信息排除的时间。
- ▶ 利用语义分析结论进行量化的相关性分析可以有效地突出特定信息的重要性,并辅助律师做出价值判断,但尚不能替代律师建立分析框架、根据新信息更新分析框架的思辨过程。
- ▶ 以语境还原等分析方式为代表的人机交互探索研究可以在相对较短的时间内深度挖掘语言文字材料,有利于抽象出一般规律,以更好的指导具体实践。

---

## 分析框架

---

- ▶ 结合大数据分析的结果,我们认为发行审核中同业竞争判断的法理基础在于控股股东、实际控制人的信义义务:

即,拟上市公司的控股股东、实际控制人对特定(相同或相似业务)商业机会如果具有依自己意愿在拟上市公司和其直接或间接控制的其他

关联企业间的分配能力,而控股股东、实际控制人作为同时对拟上市公司和由其控制的其他关联企业均存在信义义务的主体,其所做出的商业机会分配决定极容易违反对于其中一方的信义义务。

- ▶ 从第十七届发审委的审核实例出发,我们认为以对发行人和关联方双方施加控制的行为人的“控制力”(横坐标轴)和“商业机会在发行人和关联方之间转化的难易程度”(纵坐标轴)两组概念来建立分析框架,借鉴英美公司法商业机会理论(Business Opportunity Doctrine)动态平衡考量的方式,可以对当前IPO同业竞争问题的审核方法提供解释和理论支持。
- ▶ “控制力”角度(横坐标轴位置)着重于从施加控制主体对拟上市公司以及其直接或间接控制的其他企业分别能够达到何等控制程度这一问题出发,考察该主体是否具备在二者间分配商业机会的能力。该角度基本围绕着以公司法为基础的单一或多个信义义务主体展开。
- ▶ 从商业机会转化难易程度为中心的纵坐标轴角度,发审委的考量集中在发行人和对象企业间的产业链定位和商业联系是否紧密到特定的商业机会有可能在二者间被任意分配这一问题。
- ▶ 我们认为发审委往往综合考虑两个轴向,根据个案情况来确定施加控制人在拟上市公司和其控制的其他企业间分配商业机会时违反或容易违反信义义务的风险区间,考虑发行人对该风险的解释和/或具体防范措施后,做出是否存在同业竞争的判断。
- ▶ 发行人与同业竞争考量对象企业之间确存在受控于同一施加控制主体,且在业务间存在商业机会转化的可能性时,由于此时控制人对双方信义义务冲突较为明显,除了出具承诺函与解释说明,如不采取具体的解决措施可能会对通过发行审核产生不利影响。

转出股权至无关联第三方、辞任董监高任职等措施均可使发行人在发审委审核时点不再同时负有对发行人与同业竞争考量对象企业的信义义务,从横坐标轴“控制力”关系的消减角度,若能确保转让的真实性,多数情况可获得发审委的认可。而从纵坐标轴方向着手,发行人采取并入或转出等方式从产业链定位上消除重合业务部分可以减少两企业间商业机会转化的可能性,但如果两企业间商业机会上的联系较为复杂或并未消除企业间产业链定位上的相近部分,即使对业务进行了相应解释,仍存在不被发审委认可的风险。

# 01

## 研究背景与意义





2018年底,随着中国证监会决定启动发行审核委员会换届工作,第十七届发审委谢幕。回顾过去的一年,自2017年9月底上任以来,第十七届发审委广受关注,除了其在组织结构上由主板(含中小板)发审委委员和创业板发审委委员首次合并为“大发审委”以外,本届发审委更在首发审核标准方面以严格著称。截至9月中旬,近一年间发审委审核了442家企业的申请,其中首发申请238家次,过会企业135家,通过率为56.72%,被否企业85家,占比35.71%,暂缓表决或取消审核企业18家次,占比7.56%。<sup>1</sup>这与2015、16两年约九成的全年通过率相比,十七届发审委“史上最严”之称名副其实。

在本届发审委交出首发审核通过率不足六成的“成绩单”后,中国证监会高度评价了十七届发审委任期内的的工作,认可“坚持依法全面从严监管理念,严把质量关”的工作方向,并指出,“总体上看,第十七届发审委在稳步推进新股发行常态化工作、强化市场主体归位尽责、净化市场生态环境等方面发挥了积极作用。”<sup>2</sup>证监会这一鲜明的态度不仅是对现行发审逻辑的认可,更一定程度上在发审委新老交替之际预示了未来新发审委对于现行的审核标准和尺度将会有所沿袭与继承。

基于“依法全面从严监管”这一宏观政策背景,我们认为,当前政策导向趋于稳定的情况下“依法”监管的贯彻执行增强了审核标准的可预测性和稳定性,对于现有审核标准的实证研究对未来会有一定的借鉴意义和指导价值;而“全面从严审核”产生的较多“未通过”发行审核的企业案例,也带来了更丰富的对比分析资料。所以,研究第十七届发审委审核标准和逻辑具有较大的指引实践的意义。

同时,以NLP为基础的大数据语义智能分析的不断发展与完善极大地拓展了法学研究的深度和广度,ICTCLAS等汉语分词技术对于深度挖掘语言文字为载体的发行审核材料提供了巨大便利,人工智能辅助下的法律实践与分析已成为可能。由此,本研究报告试图运用NLP技术展开大数据挖掘与分析,将技术、理论、实务相结合,探究发审委首次公开发行股票审核中同业竞争问题的审核标准和逻辑,从而明确同业竞争问题的分析框架,以便指导企业在上市前进行规范。

1. 证券日报,《首届大发审委四宗“最”新股格局重塑》,转载于新华网,[http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-09/19/c\\_129956569.htm](http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-09/19/c_129956569.htm)(数据来源:Choice)。

2. 证监会,证监会启动发审委换届工作,见[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201809/t20180928\\_344724.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201809/t20180928_344724.html)。

# 02

## 首次公开发行股票审核中 考察同业竞争问题 的规则体系



在国内资本市场建设初期，监管机关在股票首发上市中对同业竞争问题的考察伴随着国有企业体制改革与分拆上市问题而来。针对控股大型国有集团公司将部分优质资产剥离单独上市后上市公司与集团既存业务难以相互独立的问题，证监会曾陆续制定《关于对拟发行上市企业改制情况进行调查的通知》（证监发字[1998]259号）（已失效），以及中国证券监督管理委员会关于发布《拟发行上市公司改制重组指导意见》（公开征求意见稿）的通知（2001）（草案未最终生效）（以下简称“公开征求意见稿”），这也标志着同业竞争作为一种现象开始受到监管关注并被禁止。其中前者从集团自身与上市子公司关系角度，在第一条第二款后段明确“控股股东不得与上市公司从事相同产品的生产经营，以避免同业竞争”；而后者则进一步从集团自身与上市子公司关系出发，拓展了规制同业竞争问题的范围和框架，将考察的范围扩大到“集团及其下属其他并行子公司”与上市公司的关系，<sup>3</sup>同时在考量同业竞争问题时，分析框架从简单的审核“相同产品”扩大为考量“相同、相似业务”<sup>4</sup>。

虽然公开征求意见稿最终未被采纳，但之后的规则框架延续了征求意见稿中被作为同业竞争问题审核对象的主体范围。在《中国证券监督管理委员会关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》（证监发行字[2003]116号）（已失效）中，证监会在259号文的基础上明确采用了征求意见稿扩大后的审核范围，即发行人与“控股股东(或实际控制人)及其全资或控股企业”的关系。<sup>5</sup>这一审核对象的主体范围框架也被之后的《首次公开发行股票并上市管理办法》（中国证券监督管理委员会令[2006]第32号）（已失效）所采纳，<sup>6</sup>并在2015年修订的《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第122号）将同业竞争问题从其中移除之后在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号-招股说明书指引》（以下简称“说明书指引”）中作为禁止性要求在披露规则中被沿用至今<sup>7</sup>。

而在实践中，由于《中国证券监督管理委员会关于发布公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告的通知》（证监发[2001]第37号）（以下简称“37号文”）要求对“发行人

3. 中国证券监督管理委员会关于发布《拟发行上市公司改制重组指导意见》（公开征求意见稿）的通知（2001年4月5日）（草案未最终生效），其中第十六条规定：

未经特别批准，同一企业集团内不得组建业务相同或相关联的二家以上上市公司。

（一）企业（集团）及公司不应将整体业务的一个环节或一个部分组建拟发行上市公司。

（二）同一企业（集团）已有上市公司的，不得再组建与上市公司业务相同或相关联的拟发行上市公司。

（三）同一企业（集团）内已有上市公司，再组建的拟发行上市公司的业务和资产应自成体系，业务与已上市公司、集团及其下属其他并行子公司完全不同，并避免供应、销售等方面的关联交易。

4. 《拟发行上市公司改制重组指导意见》（公开征求意见稿）第二十四条规定：“拟发行上市公司在提出发行上市申请前，应避免其主要业务与实际控制人及其控制的法人从事相同、相似业务的情况，避免同业竞争。

拟发行上市公司非主营业务存在同业竞争的，应制定具体解决的措施。”

5. 《中国证券监督管理委员会关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》（证监发行字[2003]116号）（已失效），第三条规定：

“发行人申请首次公开发行股票并上市，除需按照《关于对拟发行上市企业改制情况进行调查的通知》【证监发字[1998]259号】的要求，做到人员独立、资产完整和财务独立外，还应当符合下列要求：

（一）与控股股东（或实际控制人）及其全资或控股企业不存在同业竞争；……”

6. 《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令[2006]第32号），第十九条规定：

“发行人的业务独立。发行人的业务应当独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争或者显失公平的关联交易。”

7. 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号-招股说明书指引》，第五十一条规定：

“发行人应披露已达到发行监管对公司独立性的下列基本要求：……发行人的业务独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争或者显失公平的关联交易。”

与关联方之间是否存在同业竞争”发表意见,由此,以“控股股东、实际控制人及其控制的其他企业”为主体的审查范围实际已扩展到了所有“关联方”。<sup>8</sup>而参照《上海证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所股票上市规则》中对于关联人(关联法人和关联自然人)的定义,37号文对同业竞争的主体审核范围不但包含了持有上市公司5%以上股份的主体、董事、监事、高级管理人员,还包含了与其关系密切的家庭成员(配偶、年满18周岁的子女及其配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹、子女配偶的父母)。<sup>9</sup>这一实践中同业竞争审核主体的“关联化”扩充也引发了监管者对于厘清同业竞争审核主体边界的关注,最终在2011年《证监会发行监管部关于同业竞争的研究纪要》中,证监会倾向于在首发审核亲属间同业竞争关系时与上市公司监管的相关标准(即《上市公司收购管理办法》)保持一致,也就是将与发行人实际控制人有一定亲属关系(夫妻双方的直系亲属)的主体默认成一致行动人来处理,并将该等亲属控制的企业纳入同业竞争的审核范围<sup>10</sup>。

在证监会2011研究纪要中我们不难发现,证监会本质上依然采用的是“控股股东、实际控制人及其控制的其他企业”这一审核标准,只是通过加入一致行动人概念更广泛的界定了“控制”,<sup>11</sup>从而扩大了最终审核的主体范围。而更值得关注的是,证监会在纪要中首次透露出了其在面对主体间一致行动人/控制关系不明确(如非直系亲属的“其他亲属关系”)时需借助诸多业务、商业因素来具体判断和综合分析纳入同业竞争审核必要性的动态平衡考量(Balancing Test)思维方式<sup>12</sup>。而2018年监管部门发布的内部指引文件《首发审核非财务知识问答》(以下简称“51条问答”)也较为彻底的承袭了这一思路,对于非直系的“其他近亲属”的同业竞争审核采用可反驳的推定(Rebuttable Presumption)方式,明确了其在竞争方主体考核中借助历史沿革和业务等商业因素综合考察的方法。<sup>13</sup>

然而,2011研究纪要和“51条问答”虽均在审核主体是否包含发行人控制人亲属及其控制的企业这一关联方范围问题上有所突破,却并未对持股5%以上的关联方及其控制企业、以及董监高及其控制的企业是否可能被认定为存在同业竞争提供明确指引。“51条问答”明确回归到前文所述2003年116号文划定的“控股股东(或实际控制人)及其全资或控股企业”的主体范围。<sup>14</sup>但与此同时,监管部门却仍倾向于保留特定情况下对持股比例在30%以下“重要

8. 《中国证券监督管理委员会关于发布公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告的通知》(证监发[2001]第37号),第三十八条“关联交易及同业竞争”第六款规定,“发行人与关联方之间是否存在同业竞争。如存在,说明同业竞争的性质。”

9. 参见《上海证券交易所股票上市规则》,§§10.1.2, 10.1.3, & 10.1.5; 同见《深圳证券交易所股票上市规则》, §§10.1.2, 10.1.3, & 10.1.5。

10. 见《证监会发行监管部关于同业竞争的研究纪要》(2011.11),理由三“《上市公司收购管理办法》中明确规定有一定亲属关系的自然人之间原则上属于一致行动人。首发中相关问题的把握应与上市公司监管的相关标准基本一致。”以及,处理原则一“原则上,发行人控股股东、实际控制人夫妻双方的直系亲属拥有的相竞争业务应认定为构成同业竞争。”

11. 参见《证监会发行监管部关于同业竞争的研究纪要》,多数意见体现了证监会对于亲属间存在一致行动/控制的原因,即“我国社会的人情、亲情关系较重,民营经济发展时间较短,家族色彩较为浓厚,社会诚信意识与规范运作意识较差,简单以独立民事主体为由认为不构成同业竞争,可能不符合我国实际情况。”

12. 参见《证监会发行监管部关于同业竞争的研究纪要》,处理原则二“对于发行人控股股东、实际控制人的其他亲属拥有的相竞争业务是否构成同业竞争,应从相关企业的历史沿革、资产、人员、业务和技术等方面的关系、客户和供应商、采购和销售渠道等方面进行个案分析判断,如相互独立,则可认为不构成同业竞争。”

13. 参见《首发审核非财务知识问答》,问答14,第(3)项,“发行人控股股东、实际控制人的其他近亲属(即兄弟姐妹、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女)及其控制的企业与发行人从事相同或相似业务的,原则上认定为构成同业竞争。但发行人能够充分证明与前述相关企业在历史沿革、资产、人员、业务、技术、财务等方面完全独立且报告期内无交易或资金往来,销售渠道、主要客户及供应商无重叠的除外。”



股东”的审核,<sup>15</sup>由于“重要股东”的认定根据个案情况在实践中可能存在诸多可能性,<sup>16</sup>同业竞争审核范围判断的规则体系存在较大的自由裁量空间。

另一方面,或许是由于“同业竞争”自作为一种现象出现后难以被一以贯之地界定和描述,发行审核的规则体系中未对如何判断是否存在“同业竞争”问题建立明确的分析框架。其中,对于分析框架最细致的描述出现在2001年公开征求意见稿中,证监会首次以“从事相同、相似业务”划出同业竞争可能存在的“风险区间”,并强调在“业务的性质、业务的客户对象、产品或劳务的可替代性、市场差别”等方面进行实质判断的同时加入对“公司及其股东的客观影响”的价值考量。<sup>17</sup>而这一分析框架与最初的产品导向的判断——“不得与上市公司从事相同产品的生产经营”存在实质差异,<sup>18</sup>也改变了同业竞争问题的分析模式,从产品单一维度扩展到业务间关联的多种因素综合考量的方法也经常体现在发审委反馈意见与发审问题的组织之中。

之后,随着2012年证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》中提出“进一步推进以信息披露为中心的发行制度建设,逐步淡化监管机构对拟上市公司盈利能力的判断”,同业竞争问题在2015年《首次公开发行股票并上市管理办法》中被调整为披露要求。然而,在说明书指引中,除要求披露“从事相同、相似业务的情况”外,“不存在同业竞争”仍然作为披露的前置要求,在实践中是否存在同业竞争这一问题也反复被发审委提及。<sup>19</sup>同时,在同业竞争的分析判断框架上,说明书指引虽然进一步明确了“从事相同、相似业务”只是存在同业竞争的必要条件,其作为需特别注意的“风险区间”并不对是否存在同业竞争有决定性作用,虽然“51条问答”进一步沿袭了前述未最终生效的公开征求意见稿提供的带有价值判断的综合考量思路、划清了大致的考虑因素范围,<sup>20</sup>但究竟哪些因素对审核同业竞争问题有直接影响这一问题,现有规则体系中仍没有明确的分析框架指引。

14. 参见问答14,第(1)项,“同业竞争的‘竞争方’主体是指发行人控股股东(或实际控制人)及其全资或控股企业。除此之外,不是同业竞争的主体范围。”

15. 参见问答15,第(5)项,“无实际控制人的发行人的重要股东与发行人经营相同或相似业务,保荐机构应从发行人是否造成利益冲突或影响发行人独立性的角度进行核查,发行人应披露相关风险及利益冲突防范解决措施。”(根据问答9,持股比例在30%以上股东一般为实际控制人)

16. 根据问答9“关于实际控制人的认定,应如何掌握”提供的审核思路,监管部门对于“重要股东”的认定可能与股权结构、持股比例、业务竞争情况、亲属关系等多个方面直接相关,并不能够排除5%以上股东、董监高人员等仍然被纳入主体考量范围的可能性。

17. 参见中国证券监督管理委员会关于发布《拟发行上市公司改制重组指导意见》(公开征求意见稿)的通知(2001年4月5日)(草案未最终生效),第二十四条,“拟发行上市公司在提出发行上市申请前,应避免其主要业务与实际控制人及其控制的法人(以下简称“竞争方”)从事相同、相似业务的情况,避免同业竞争。拟发行上市公司非主营业务存在同业竞争的,应制定具体解决的措施。”以及,第二十五条,“对是否存在同业竞争,发行人董事应从业务的性质、业务的客户对象、产品或劳务的可替代性、市场差别等方面判断,并充分考虑对拟发行上市公司及其股东的客观影响。”

18. 《关于对拟发行上市公司改制情况进行调查的通知》(证监发字[1998]259号)(已失效),第一条第二款后段“控股股东不得与上市公司从事相同产品的生产经营,以避免同业竞争。”

19. 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号-招股说明书指引》,第五十一条,“发行人应披露已达到发行监管对公司独立性的下列基本要求……发行人的业务独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争或者显失公平的关联交易。”以及,第五十二条,“发行人应披露是否存在与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业从事相同、相似业务的情况。对存在相同、相似业务的,发行人应对是否存在同业竞争作出合理解释。”

20. 与2001年公开征求意见稿的模式相类似,“51条问答”在明确“相同或相似业务”作为标准之后也只是列举出了诸多供参考的因素,并以“合理”判断替换了公开征求意见稿中的“并充分考虑对拟发行上市公司及其股东的客观影响”这一价值判断要求。

参见问答14,第(2)项,“同业竞争的‘同业’是指竞争方从事与发行人相同或相似业务,发行人不能简单以产品销售地域不同、产品的档次不同等认定不构成‘同业’,应结合相关企业历史沿革、资产、人员、主营业务(包括但不限于产品服务的具体特点、技术、商标商号、客户、供应商等)等方面与发行人的关系,以及业务是否有替代性、竞争性,是否有利益冲突等确定充分合理的是否同业的划分标准;保荐机构和发行人律师应核查上述认定是否有充足的理由和依据。”

---

在2015年修订《首次公开发行股票并上市管理办法》将同业竞争问题从其中移除之后，首次公开发行的股票的证监会核准作为行政许可，对同业竞争进行实质审核仍需明确的法律法规作为基础。

## 规则框架体系与沿革

时间	相关规范名称（创业板相应规范略）
1998	中国证券监督管理委员会关于对拟发行上市企业改制情况进行调查的通知
2001	拟发行上市公司改制重组指导意见（公开征求意见稿）（未最终颁布）
2001	中国证券监督管理委员会关于发布公开发行证券公司信息披露的编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告的通知
2003	关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知
2006	首次公开发行股票并上市管理办法
2011	证监会发行监管部关于同业竞争的研究纪要
2015	首次公开发行股票并上市管理办法（删除同业竞争相关部分）
2015	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号-招股说明书指引
2018	首发审核非财务知识问答
2018	上市公司治理准则 <sup>21</sup>

而更为深层的问题在于，无论前述规则框架对于同业竞争的审核范围的边界和分析框架是否明确，在2015年修订《首次公开发行股票并上市管理办法》将同业竞争问题从其中移除之后，首次公开发行股票的证监会核准作为行政许可，对同业竞争进行实质审核仍需明确的法律法规作为基础。那么，考虑到同业竞争问题在发行审核中的现实地位，是否能够从现有的发行审核公开材料中提炼出相关规律、抽象出一个能够平衡审核需求与法理基础的分析框架？我们希望能够抛砖引玉，试以本报告对首次公开发行股票审核中的同业竞争问题展开分析和论述，以期对实践有所裨益。

21. 发行人上市后同业竞争的禁止性要求持续存在，对发行人发行审核有借鉴意义。

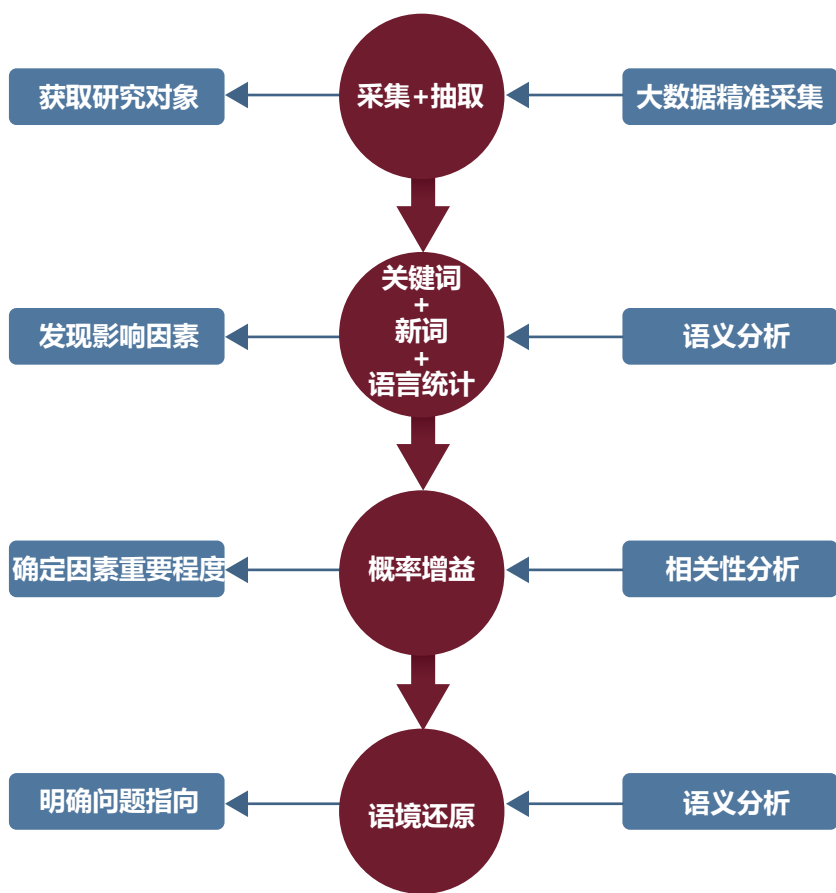


# 03

## NLP技术辅助下 对同业竞争审核范围 与认定标准问题的 大数据挖掘与分析框架构建



通过NLPIR大数据语义智能分析平台,我们从现有全部证监会首次公开发行股票审核的公开文件(包括招股说明书、反馈意见、招股说明书更新稿、补充法律意见书和证监会公布的发审委会议提出询问的主要问题)中进行信息采集和提取。在对话词统计和分析后进一步确立相关语词技术比重和频率,得到语词重要性画像,并通过对语词及背后影响因素进行归纳与分类对其重要程度和所起作用进行判断。最后,在对其中重要的因素进行语境还原后,我们将重要因素还原至具体文书的相关位置,以第十七届发审委做出的IPO同业竞争问题审核的相关资料为范本展开法律分析。



首先, NLPIR数据平台对招股书中同业竞争部分的词汇进行了自动抓取,总结并建立出同业竞争词汇的范围,以语义识别、分析等方式自动得出某一语词在相关语境下的重要性。因抓取的词汇绝对数量较多,我们运用大数据平台对其中重要性权重和出现频率在前50的同业竞争词汇进行了统计(其中部分词汇如下表展示)。

序号	词汇	权重	频率
1	实际控制人	1040.24	1054
2	控股股东	1011.92	721
3	主营业务	901.33	718
4	经营范围	1069.91	612
5	控股股东、实际控制人	986.33	591
6	主要从事	1097.94	422
7	经营活动	981.25	275
8	主要股东	986.18	245
9	注销	861.07	200
10	相同或相似的业务	968.76	189

在得到上述语词的统计结果后，我们将相关语词放入到整体样本中(包括招股说明书、反馈意见、招股说明书更新稿、补充法律意见书和证监会公布的发审委会议提出询问的主要问题)进一步提炼出审核主体对象、对象间关系判定、解决方式、价值判断四个方面，在对语词进行分类后对同业竞争问题进行画像(见下图示例，图中字号越大，即表明根据NLPIR平台分析该词综合重要性越高)。

#### 审核主体对象

#### 对象间关系判定



#### 解决方式

#### 价值判断

然后，我们将上述重要性较强的词汇专门带入到证监会公布的发审委会议提出询问的主要问题中，对于“在之前环节文书中出现某一特定语词”和“发审委会议提问中具体涉及同业竞争问题”的相关性<sup>22</sup>展开研究，试图通过大数据挖掘从语词规律中寻找发审委的审核逻辑。

在审核主体对象方面，我们的统计如下表所示：

22.相关性以概率增益(变量变化时对结果概率的贡献程度)的方式界定，概率增益用来描述该词对最终发审委提问中是否涉及同业竞争问题起正相关或负相关的作用，概率增益的值表示作用的强度(在研究初期我们曾采用SPSS对多个指标进行相关性分析，但因显著性水平与相关系数等不如语词概率增益概念直观，故未最终采取)。

概率增益=词通过概率-基准概率

(A)词通过概率：出现该词且发审委询问时未提及同业竞争问题的文本数/出现该词总文本数，用来描述出现该词的文本的通过情况。

词通过概率： $P=A/(A+B)$

其中，A表示包含词且通过，B表示包含该词但未通过。

(B)基准概率：在没有任何条件限定的情况下，一个文本通过的概率为：发审委询问时未提及同业竞争问题的数目/样本总数目，这里我们定义该值为基准概率用来作为衡量概率的参照。

序号	词汇	通过 概率	概率 增益	序号	词汇	通过 概率	概率 增益
1	兄弟姐妹	100.00%	14.72%	24	控股股东、实际控制人	83.15%	-2.13%
2	董事、监事及高级管理人员	100.00%	14.72%	25	高级管理人员	83.05%	-2.23%
3	董事会秘书	100.00%	14.72%	26	关联方	82.98%	-2.30%
4	关联自然人	100.00%	14.72%	27	实际控制人	82.80%	-2.48%
5	董监高	96.00%	10.72%	28	发行人控股股东	81.71%	-3.57%
6	盈利性组织	94.44%	9.17%	29	控股股东	81.51%	-3.77%
7	控股股东、实际控制人及其近亲属	92.86%	7.58%	30	子公司	81.05%	-4.23%
8	实际控制人及其近亲属	90.48%	5.20%	31	实际控制人控制的其他企业	80.00%	-5.28%
9	近亲属	90.24%	4.96%	32	管理层	80.00%	-5.28%
10	实际控制人控制的企业	90.00%	4.72%	33	控股股东、实际控制人及其控制	79.41%	-5.87%
11	董事、监事、高级管理人员	87.88%	2.60%	34	全资子公司	79.31%	-5.97%
12	总经理	87.80%	2.53%	35	发行人股东	79.17%	-6.11%
13	董事长	86.96%	1.68%	36	控股子公司	78.38%	-6.90%
14	关联企业	86.21%	0.93%	37	配偶	77.55%	-7.73%
15	董事、监事	86.05%	0.77%	38	实际控制人及其控制的其他企业	77.14%	-8.14%
16	独立董事	85.71%	0.44%	39	公司股东	76.19%	-9.09%
17	股东	85.14%	-0.14%	40	下属子公司	72.73%	-12.55%
18	实际控制人之一	84.62%	-0.66%	41	家庭成员	71.43%	-13.85%
19	其他股东	84.21%	-1.07%	42	关系密切的家庭成员	70.59%	-14.69%
20	副总经理	84.21%	-1.07%	43	发行人子公司	70.59%	-14.69%
21	执行董事	83.87%	-1.41%	44	控股股东及实际控制人	68.18%	-17.10%
22	监事	83.61%	-1.67%	45	主要股东	68.00%	-17.28%
23	董事	83.17%	-2.11%	46	高管	60.00%	-25.28%

而对表中语词概念归类总结后,我们发现(如下表),股东、近亲属、董监高一类的概念在之前文书的同业竞争部分出现后并非更容易引发发审委的审核关注,而恰恰相反,涉及这些类别的主体时发审委关注同业竞争的可能性反而略低于涉及“控股股东、实际控制人”一类的主体的时候。

词汇	包含 并通过	包含 不通过	通过 概率	基准 概率	概率 增益
发行人股东类	41	3	93.18%	88.64%	4.54%
近亲属类	42	4	91.30%	88.64%	2.66%
董监高类	84	9	90.32%	88.64%	1.68%
控股股东、实际控制人类	360	43	89.33%	88.64%	0.69%
主要股东	51	7	87.93%	88.63%	-0.70%
关联方类	71	11	86.58%	88.64%	-2.06%

而在发行人和考量对象企业间关系判定方面(如下表),经过如前述的语词组合,我们发现在之前环节文书中仅以“业务”一类的概念来描述同业竞争问题时对发审委的同业竞争判断并无明显作用,但在论述业务的同时涉及产品和市场、渠道、技术等概念时,发审委对是否存在同业竞争问题的态度可能差异较大。

组合词汇(A+B)	概率差值	单个词概率增益A	单个词概率增益B
经营范围+主要产品	11.37%	1.8%	3.67%
主营业务+主要产品	7.20%	0.76%	3.67%
业务+销售渠道	6.60%	-0.15%	6.60%
经营范围+商业机会	6.37%	1.8%	3.67%
主营业务+供应商	5.81%	0.76%	-1.13%
主营业务+销售渠道	5.48%	0.76%	6.60%
主营业务+商业机会	5.12%	0.76%	3.67%
业务+股权结构	4.22%	-0.15%	4.22%
业务+商业机会	3.67%	-0.15%	3.67%
主营业务+主要客户	-4.02%	0.76%	-8.63%
业务+核心技术	-4.42%	-0.15%	-4.42%
主营业务+注册资本	-6.82%	0.76%	-8.63%
主营业务+销售业务	-6.82%	0.76%	-0.40%
业务+注册资本	-8.63%	-0.15%	-8.63%
业务+核心技术人员	-8.63%	-0.15%	-8.63%
主营业务+核心技术	-8.63%	0.76%	-4.42%
业务+主要客户	-8.63%	-0.15%	-8.63%
主营业务+核心技术人员	-15.91%	0.76%	-8.63%

根据语词的概率增益这一相关性结果的提示,为了深度挖掘发行审核中的逻辑,我们在对上述重要的因素进行了语境还原(还原到第十七届发审委所作出的各个具体案例中)后,通过还原到具体文本相应位置进行人工证实与分析(分析过程和结论见后文第四部分和第五部分),我们认为,以对发行人和关联方双方施加控制的行为人的“控制力”和“商业机会在发行人和关联方之间转化的难易程度”两组概念来建立分析框架,借鉴公司法商业机会理论(Business Opportunity Doctrine)动态平衡考量(Balancing Test)的方式,可以对当前IPO同业竞争问题的审核方法提供解释和理论支持。

无论同业竞争问题是作为发行要求还是作为披露条件存在,发行审核中对于同业竞争问题的审核、认定的严格态度有着深厚的公司法基础与较明确的价值考量。通过对发行审核情况的分析,我们倾向于认为发审委审核的范围是由施加控制的行为人的“控制力”(右页图中横坐标)与商业机会在发行人和同业竞争考量对象(关联方)之间转化难易程度(右页图中纵坐标)之间的动态平衡考量所确定的。即,在控制人对发行人和发行人关联企业存在的控制能力越强时,审核中越有可能将商业机会转化难度较高的关联企业纳入与发行人同业竞争的审核范围中;反之,发行人与对象企业间商业机会转化难度越低,审核中越有可能将控制人控制能力较弱的关联企业(乃至非关联企业)纳入审核范围。而我们发现在“控制力”与“商业机会在发行人和同业竞



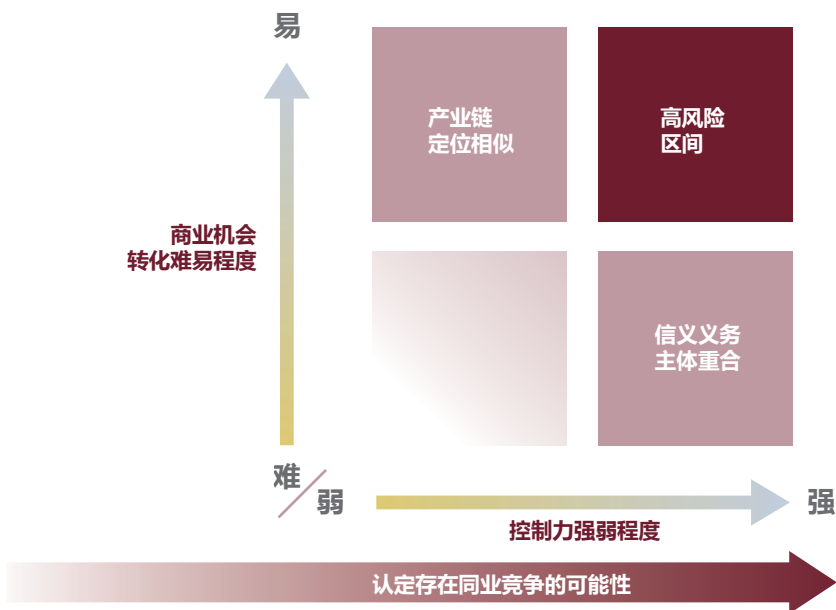
拟上市公司的控股股东、实际控制人对特定（相同或相似业务）商业机会如果具有依自己意愿在拟上市公司和其直接或间接控制的其他关联企业间的分配能力，而控股股东、实际控制人作为同时对拟上市公司和由其控制的其他关联企业均存在信义义务的主体，其所做出的商业机会分配决定极容易违反对于其中一方的信义义务。

争考量对象之间转化难易程度”间的动态平衡考量过程中，发行审核范围和同业竞争的认定判断均或多或少地体现了证监会深层次的担忧。

这一担忧具体体现为，拟上市公司的控股股东、实际控制人对特定（相同或相似业务）商业机会如果具有依自己意愿在拟上市公司和其直接或间接控制的其他关联企业间的分配能力，而控股股东、实际控制人作为同时对拟上市公司和由其控制的其他关联企业均存在信义义务的主体，其所做出的商业机会分配决定极容易违反对于其中一方的信义义务。

所以，从规范控股股东和实际控制人的行为、保护其他（小）股东利益，最大程度的避免控制人“左右互搏”的尴尬局面出发，对于同业竞争问题的审核本质上是对于信义义务人在两企业间分配商业机会是否违反（或是否容易违反）信义义务的认定。而这一认定在审核实践中往往最终落脚在两个问题上：（1）从施加控制主体对拟上市公司以及其直接或间接控制的其他企业分别能够达到何等控制程度的角度考察该主体是否具备在二者间分配商业机会的能力（即横坐标轴向上的大致位置）；以及，（2）从相同、相似业务情况出发考察当前是否既存或未来是否可能存在较容易在拟上市公司和控制人控制的其他企业间进行分配的商业机会（即纵坐标轴向上的大致位置）。而在分别考虑这两个问题后，我们发现发审委会一定程度上综合考虑两个轴向，根据个案情况来确定施加控制人在拟上市公司和其控制的其他企业间分配商业机会时违反或容易违反信义义务的风险区间，考虑发行人对该风险的解释和/或具体防范措施后，做出是否存在同业竞争的判断。

### 发审委审核范围



# 04

## 控制能力： 横坐标轴上的考量



## ——从施加控制主体对拟上市公司以及其直接或间接控制的其他企业分别能够达到何等控制程度判断横坐标（“控制力”）位置

通过对十七届发审委审核情况的研究，我们发现，控制人对发行人和同业竞争考量对象企业的控制能力强弱程度会影响商业机会在发行人和同业竞争考量对象之间转化难易程度的审核范围，并会对同业竞争的认定结果造成影响。根据个案情况，我们对施加控制主体对发行人和其直接或间接控制的其他企业（以下简称“对象企业”）的控制能力强弱程度按照由强到弱分为四个类型加以考虑。

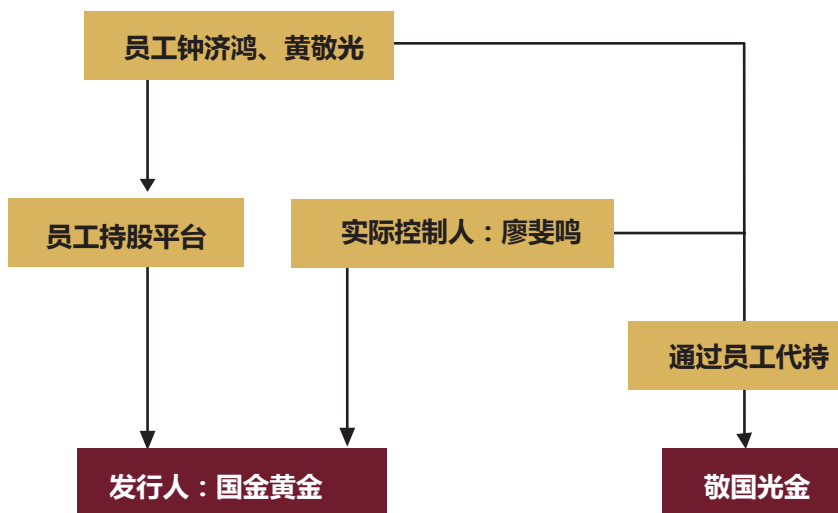
### PART ONE 控制能力考量分类——类型一

施加控制主体对于发行人和对象企业均存在直接的、绝对的控制，此种情况下施加控制主体对其实际控制能力的描述往往来源于发行人的直接披露，由于控制的形式清晰明确，无论是发行人还是监管者均对该主体是否具备在发行人和对象企业间分配商业机会的能力不存在疑问（也不存在控制能力的考量针对发行人还是对象企业这一差别）。所以，该类型下，同业竞争审核与认定的关键在于另外一个维度——商业机会转化难易程度（纵坐标轴上的位置）的考量，我们也将后文（第五部分）详析此类企业。

需要说明的是，施加控制主体以代持等明确的代理关系持有发行人和/或对象企业股权的，从控制能力角度而言其作为委托持股人来持有股权的结构与其他通过多层法人主体间接持股的控制形式不存在差异，故我们将其放入类型一之中。

	控制能力的考察重点	施加控制主体对发行人的控制形式	施加控制主体对于对象企业的控制形式
类型一	N/A	股东和实际控制人	股东和实际控制人
类型一 (明确的代理)	对象企业	股东和实际控制人	通过代持关系间接控制

以**国金黄金股份有限公司**的审核为例，发行人实际控制人廖斐鸣经钟济鸿、黄敬光二人代持并全资控制“敬国光金”，并在除“敬国光金”这一家企业外建立了十余个发行人员工代发行人持有的持股平台企业。同时，钟济鸿、黄敬光分别是发行人的两家作为员工持股平台的有限合伙企业的有限合伙人。



在发行人主营业务为贵金属文化艺术品设计、生产和销售服务业务的情况下，“敬国光金”作为发行人实际控制人委托他人代持股的企业存在销售珠宝首饰、工艺品和组织文化艺术交流活动等实际业务，且与发行人存在低于市场价格的关联采购<sup>23</sup>。虽然在预披露后，发行人对“敬国光金”实施了注销，但发审委最终仍关注到相关问题，提及“报告期内发行人员工代实际控制人廖斐鸣持有十余家企业，这些企业主要从事或拟从事工艺品、艺术品相关业务，且多数在2016年下半年才注销”，可见，国金黄金最后未能通过与其可能存在同业竞争问题有一定相关性。

从“控制力”角度，虽然“敬国光金”在注销之前不是发行人实际控制人直接控制的企业，但是其通过员工代持的方式并未在实质上削弱其控制力，其作为委托持股人来持有股权的结构与其他通过多层法人主体间接持股的控制形式不存在差异，代持方式并不会显著改变对于监管者对控制强弱（横坐标轴上的位置）的认定。

## PART TWO

### 非“类型一”的各种情况

类型一以外的情况主要存在于施加控制主体对于发行人和对象企业中

<sup>23</sup> 依据发行人的披露，发行人与敬国光金之间与业务相关的关联交易主要为从敬国光金处采购字画/邮册的交易，以及向敬国光金出售金银制品的交易。其中，发行人承认对敬国光金的销售价格低于市场价格。



至少一方存在间接的、相对的控制时，此时发审委对于施加控制主体对于发行人和/或对象企业控制能力的考察往往着重于控制方式和能力存疑的一方，施加控制主体的控制方式和程度往往直接决定了该主体是否具有在发行人和/或对象企业间分配商业机会的能力。<sup>24</sup>所以，非“类型一”的各种情况下，“控制力”（横坐标轴上的位置）作为同业竞争审核与认定的关键而至关重要。

对于非上述“第一类”的情况，我们将其细分为控制能力由强到弱的三类，其具体的控制形式如下图所示，

自上至下控制能力(x)由强到弱分类	控制能力的考察重点	施加控制主体对发行人的控制形式(a)	施加控制主体对对象企业的控制形式(b)	企业名称及审核结果
类型二	发行人(a < b)	并非实际控制人的大股东；同时任董监高	股东和实际控制人	海宁中国家纺城股份有限公司（未通过）
		并非实际控制人的企业作为大股东持股；该股东的董监高人员同时任发行人董监高		上海通领汽车科技股份有限公司（未通过）
				钜泉光电科技（上海）股份有限公司（未通过）
类型三	对象企业(a > b)	股东和实际控制人	曾为股东，同时任董监高	彩讯科技股份有限公司（通过）
				亿嘉和科技股份有限公司（通过）
类型四	对象企业(a > b)	实际控制人的近亲属作为发行人小股东、同时任董监高	曾为实际控制人（大股东、任董事长）	浙江春晖智能控制股份有限公司（未通过）
		股东和实际控制人	由发行人的实际控制人的近亲属控制	红星美凯龙家具集团股份有限公司（通过）
				科华控股股份有限公司（通过）
				密尔克卫化工供应链服务股份有限公司（通过）

24. 施加控制主体对于发行人和对象企业中的某一方存在间接的、相对的控制时，控制能力强弱程度(x)的考量方向会根据具体情况体现为：

(1) 考量施加控制主体对发行人的控制形式（体现为控制力a）；和  
(2) 考量施加控制主体对于同业竞争考量对象企业的控制形式（体现为控制力b）。

即，在非“类型一”的其他类型的情况下， $x = \begin{cases} a & (a < b) \\ b & (b < a) \end{cases}$

而在“类型一”情况下， $x=a=b$ ，其情况较为直接明了。

## PART THREE

## 第二类型的企业的情况描述与分析

上表中列示的第二类型中的三家企业最为显著的共同特点是,从发审问题来看发审委并未认可发行人在招股说明书中对实际控制人的认定情况,故发审委并未将施加控制人控制能力考查对象局限于发行人认定并披露的实际控制人及其控制的其他企业的范围,而是针对未被发行人认定为实际控制人的某一发行人的大股东及其控制的其他企业入手,对该等企业提出同业竞争问题。值得注意的是,在被发审委重点关注的对象企业中,均存在被问及的股东、或在其中任职的董事、监事或高管人员,还同时在发行人任董事、监事或高管的情况。或可理解为,并非名义上实际控制人的股东在发行人持股并任职的情况下,对企业具有相当强度的控制能力,在发行人与对象企业联系紧密、商业机会转化较为容易的情况下存在着对发行人和对象企业信义义务的冲突(或极大的信义义务冲突可能性)。所以,施加控制主体和控制力的认定(横坐标轴的位置)对于该等类型企业同业竞争问题的判断有相当重要的作用。

## 1. 海宁中国家纺城股份有限公司(未通过)

在**海宁中国家纺城股份有限公司**(未通过)这一发行审核案例中,“宏达控股”为发行人海宁中国的第一大股东,作为主要发起人“宏达控股”自发行人设立以来一直持股35%,但其并未在招股说明书中被发行人认定为控股股东或实际控制人。作为发行人副董事长的沈国甫、作为发行人董事的沈国甫之子沈珺和作为发行人持股5%以上的直接股东、董事、总经理的沈国甫的配偶周利华三人合计持有“宏达控股”股份的70%以上。

同时,在“宏达控股”控制的多家企业中,依据发行人的披露,有三家企业的业务情况与发行人高度相似或联系紧密,具体情况如下:

		经营范围/实际业务范围
发行人海宁中国		针纺织品及原料的销售(不含鲜茧和籽棉); 纺织制成品展览服务
宏达控股所控制的企业	宏达高科控股股份有限公司	纺织面料、医疗器械的研发、生产和销售
	海宁浙大宏纬家纺针织科技开发有限公司	家纺针织产品设计、家纺网络、软件、自动化研究开发技术咨询、技术服务、技术开发、技术转让、针纺织品批发、零售
	海宁宏达科创中心有限公司	纺织品、针织品批发

---

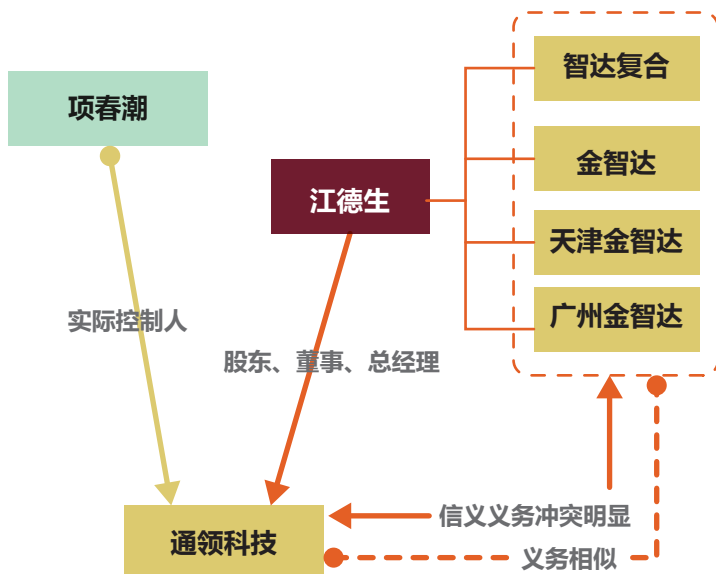
**发审委对于审核不作为名义上实际控制人的大股东一定程度上会综合考虑施加控制主体及其内部的多种控制形式和任职形式，最终梳理出存在较明显的信义义务冲突的主体加以详细考察。**



抛开纵坐标轴对于商业机会转化难易程度的考察,从发审委最终针对发行人与对象企业宏达控股及其控制的企业之间的同业竞争关系发问来看,发审委对于审核不作为名义上实际控制人的大股东一定程度上会综合考虑施加控制主体及其内部的各种控制形式和任职形式,最终梳理出存在较明显的信义义务冲突的主体加以详细考察。

## 2.上海通领汽车科技股份有限公司(未通过)

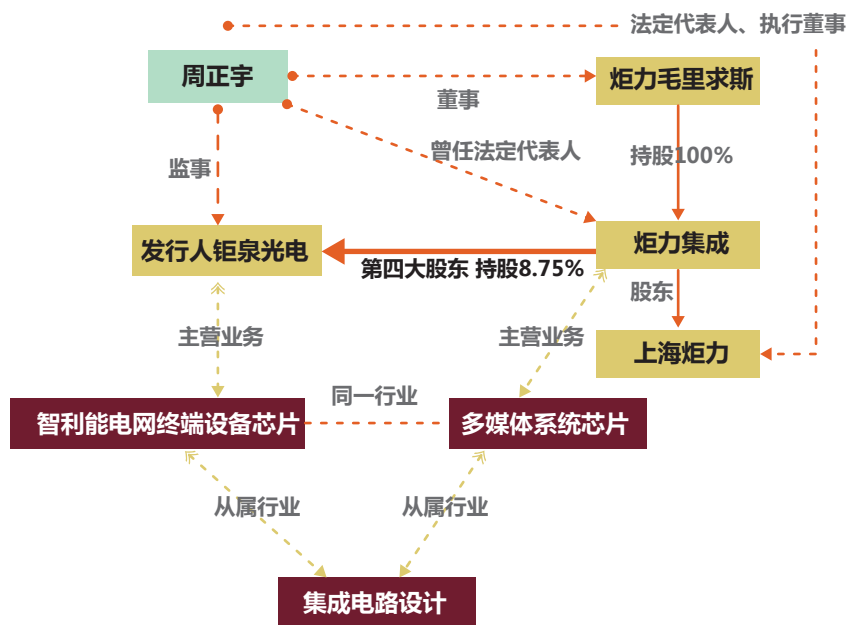
在**上海通领汽车科技股份有限公司**(未通过)这一发行审核案例中,与前述“海宁中国”相类似,本案例中江德生作为发行人的第一大股东同时任发行人总经理、董事及高级管理人员而并没有被发行人认定为实际控制人。虽然发行人在招股说明书中说明的控股股东及实际控制人为项春潮,且对其作为实际控制人的原因和合理性作出了较多说明,但反馈意见与发审问题仍关注生产汽车内饰件的发行人与江德生控制的对象企业之间的关系。其中重点指向江德生实际控制的智达复合、金智达、天津金智达和广州金智达等从事内饰面料生产等相关业务的企业。



结合审核结果,类似于前述海宁中国的情况,在自身是否能够实际控制发行人不够明确的情况下,江德生对发行人与自己控制的对象企业双方都有较明确的股权交叉与关键任职关系,多种控制形式的存在凸显了其对双方均有较强的控制能力,也会明确指向信义义务的冲突或潜在冲突,这可能会对同业竞争问题的认定和整体发行审核产生了不利影响。

### 3. 炬泉光电科技（上海）股份有限公司（未通过）

在**炬泉光电科技（上海）股份有限公司**案例中，发行人炬泉光电在招股说明书中披露说明了发行人无实际控制人和控股股东的情况，而发审委具体就发行人炬泉光电与其第四大股东“炬力集成”之间是否存在同业竞争提出了问题。根据披露，“炬力集成”仅作为发行人第四大股东，持股8.75%。而“炬力集成”的原法定代表人、“炬力集成”的主要实业子公司“上海炬力”的法定代表人和执行董事周正宇同时在发行人担任监事。如此例所示，作为发行人大股东的企业内部人员同时在发行人和对象企业有任职交叉的情况出现时，可能会使施加控制主体以及同业竞争审核对象企业的认定复杂化。面对董监高交叉任职等对于增强控制力有作用但又无法形成实质控制认定的情况，发审委往往会着重纵坐标轴相关因素的考察，以期从相同、相似业务角度挖掘能够说明商业机会转化难易程度的因素来综合考虑商业机会在个案中被施加控制人任意分配而违反信义义务的可能性。



在本例中，发行人的主营业务为智能电网终端设备芯片的研发、设计与销售，其被考量的关联方“炬力集成”的主营业务为多媒体芯片的研发、设计与销售，处于产业链上的同一位置。而从行业类别上看，发行人炬泉光电主营的智能电网终端设备芯片业务属于集成电路设计行业的子行业，而依据其披露的“炬力集成”的业务范围和主营业务（多媒体系统芯片业务）判断，二者亦在广义上属于同一行业。虽然两企业终端产品的类型不同、应用的技术也有一定差异，但从最终审核未通过的结果来看，发审委层面存在最终认为两企业间商业机会转化相对容易的可能。

	炬泉光电	炬力集成
经营范围	光电技术产品的开发、设计、生产，销售自产产品； <b>集成电路的研发、设计</b> ；提供相关的技术咨询与技术服务。	<b>生产和销售自产的各种集成电路、通信系统产品、计算机周边系统产品、消费性电子系统产品、计算机多媒体系统产品及自动化机电整合系统产品</b> 之研发、设计、制造、封装、测试、销售及技术服务等；前述产品之智权、软件、材料、电路模块、零件及周边产品之设计、制造、测试、销售及技术服务；自有物业出租、网络技术服务。
主营业务	<b>智能电网终端设备芯片</b> 的研发、设计与销售，主要产品包括电能计量芯片、载波通信芯片和智能电表MCU芯片。	<b>多媒体系统芯片</b> 的研发、设计与销售

#### 4.对第二类型企业的分析结论

企业简称及审核结果	考量对象企业	施加控制主体对控制方式	对象企业与发行人的商业机会相似程度
海宁中国（未通过）	宏达控股、其实际控制人以及其控制的其他企业	为发行人第一大股东（持股35%），其实际控制人沈国甫、沈璐父子均在发行人任职董事	有三家企业的实际业务范围与发行人的经营范围中存在相同或相似业务
通领科技（未通过）	江德生及其控制的其他企业	为发行人的第一大股东（持股27.65%），并在发行人任职总经理和董事	与发行人的主营业务均涉及汽车内饰件或相关材料生产，但具体产品有所不同
炬泉光电（未通过）	炬力集成	为发行人的第四大股东（持股8.75%），其100%控股股东炬力毛里求斯的董事周正宇在发行人任职监事	经营范围均涉及集成电路的相关业务，主营业务均为芯片的研发、设计与销售，但分别针对不同种类的芯片领域

从上述三家企业的情况及审核结果看，一方面，若事实上存在控制能力，无论施加控制主体是否被发行人在招股说明书中认定为实际控制人，一般仍会被发审委放入同业竞争的考察范围。

另一方面，通过在上述三家企业范围内的简单对比，不难发现横轴上控制力强弱判断与交叉任职情况有直接的关联。从发行人的角度，在未作为名义上实际控制人的企业股东或董监高与对象企业有任职交叉时，还应广泛考虑其与该企业是否可能存在同业竞争问题。



---

从发行人的角度，在未作为名义上实际控制人的企业股东或董监高与对象企业有任职交叉时，还应广泛考虑其与该等企业是否可能存在同业竞争问题。



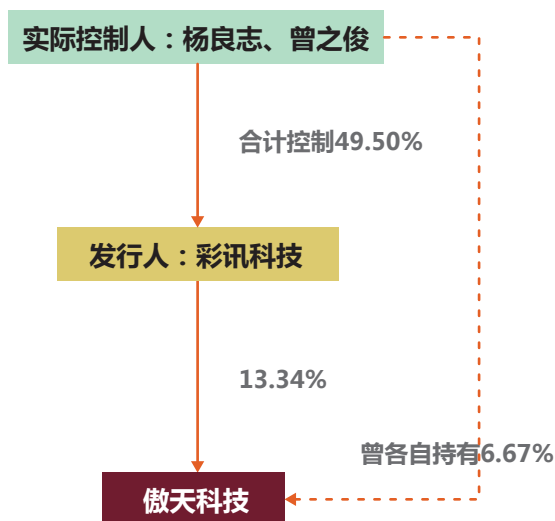
## PART FOUR

## 第三类型企业的情况描述与分析

属于第三种类型的两家企业彩讯科技和亿嘉和科技的实际控制人均曾经在业务相似的考量对象企业持股并任职董事,但在最终上会审核时,发行人实际控制人通过采取解决措施,对于对象企业的持股或任职关系已不存在。

## 1.彩讯科技股份有限公司（通过）

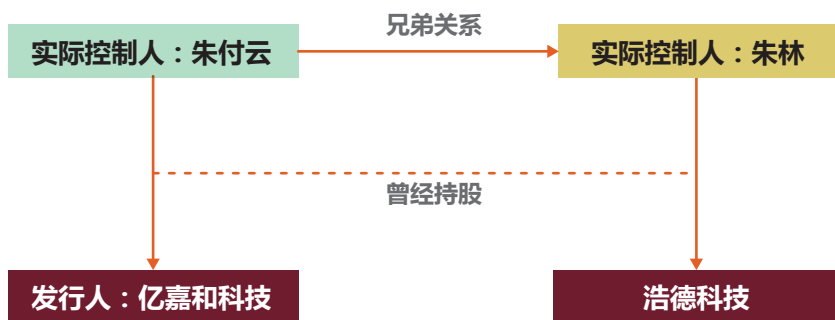
在此例中,发行人实际控制人为杨良志和曾之俊,共同控制发行人合计49.50%的股份。从发行人实际控制人对关联方的控制形式及控制力强弱的角度观察,发行人实际控制人杨良志和曾之俊在递交发行审核时曾各自持有傲天科技6.67%的股份,且曾之俊曾任傲天科技董事。历史沿革上,发行人与审核对象企业曾共同作为集团公司子公司,后发行人和对象企业均从集团公司独立。独立后发行人业务布局在“企业信息化、大数据、信息安全、数字营销、智能渠道”这五个核心产品线,与傲天科技企业基本情况中所披露的信息安全、大数据与精准营销服务等主营业务内容高度相似。因此,发行人彩讯科技被发审委提及的问题直指发行人与对象企业之间的同业竞争问题。



然而,由于在提交申请后,发行人将实际控制人最终将所持傲天科技股份转让给发行人并辞去傲天科技董事职务,因而实际控制人不再与傲天科技有持股或任职联系,故实际控制人则不再存在对于傲天科技的信义义务,亦不再有违反信义义务将商业机会任意分配的风险,纵向的商业机会转化难易程度的各因素也就不再具有讨论意义。

## 2.亿嘉和科技股份有限公司（通过）

依据招股说明书的披露，发行人亿嘉和科技的控股股东、发行人实际控制人朱付云曾直接、间接持有对象企业“浩德科技”股份，并曾经任“浩德科技”的董事。后来发行人与浩德科技等企业进行了重组，重组后发行人实际控制人朱付云不再在“浩德科技”持股或任职，朱付云的哥哥朱林作为实际控制人控制“浩德科技”。发审委在反馈意见中问及发行人与对象企业的业务相似性后，在发审问题中进一步关注了发行人与包括“浩德科技”在内的相关企业的历史沿革问题。



	机电工程	建筑智能化工程	计算机服务	计算机软硬件、通信设备的销售
发行人	机电工程	建筑智能化工程（电力行业）的设计、施工	计算机系统集成（电力行业）的技术研发、技术转让、技术咨询、技术服务及相关产品的销售	计算机软硬件、通信设备的销售
浩德科技	机电设备安装工程	建筑智能化工程设计与施工	计算机、通信、电子、仪器仪表专业的四技服务	计算机软硬件、通信设备零售批发

本发行审核案例中，如上表总结，虽然发行人与对象企业“浩德科技”从事的业务具有密切联系，在同一主体对两者均有一定控制能力的情况下，存在极高的商业机会在两者间任意分配的风险，但是对发行人实际控制人朱付云在“浩德科技”的持股和任职关系所进行的梳理和调整，有效地消除了朱付云对于“浩德科技”所存在的控制力，使朱付云不再对于对象企业“浩德科技”负有信义义务，从而有效地处理了同业竞争问题。

然而，值得关注的是，此种解释方式下，由于朱付云近亲属仍实际控制着对象企业，依然存在朱付云与其近亲属是事实上一致行动的实际控制人的风险，本案例中发审问题最终提及历史沿革很可能也是想排除这一可能性。

### 3.对第三类型企业的分析结论

从业务联系密切程度上看,彩讯科技与亿嘉和科技均与审核对象企业之间存在极为相似的业务,在纵坐标轴位置上属于商业机会转化较为容易的情况。然而,在此类型中的两家发行人,在发审委审核的时点,均已采取了相关措施使得其实际控制人对于对象企业已不存在持股或任职的关系,对于对象企业不再负有信义义务,从而有效解决了同业竞争问题。

## PART FIVE

### 第四类型企业的情况描述与分析

---

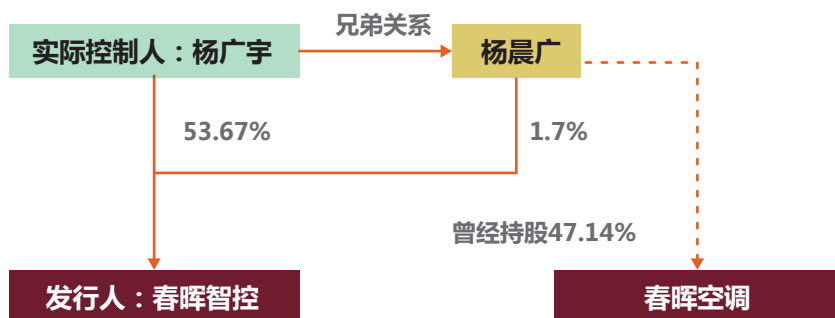
此类型中的四家被归为第四类型的企业均被发审委问及了发行人实际控制人近亲属控制的其他企业与发行人是否存在同业竞争的问题。

这其中红星美凯龙、科华控股和密尔克卫三家企业的情况更为相似:发行人实际控制人为对象企业实际控制人的近亲属,在业务上与对象企业存在一定相似性,但发行人实际控制人未曾在对象企业中任职,且人员与股权保持相互独立。因此,实际上发行人实际控制人对关联企业自始即不存在信义义务,也因而在控制形式的考量上属于控制力最弱的最后一种类型的企业。这种自始即不存在信义义务冲突的情况对发审委在同业竞争问题考量上的影响也可以在这三家企业一致的获审核通过的结果中反映出来。

而这一类型中的春晖智控与其它三家企业较为相似却又有所不同。一方面,发审委关注的仍是发行人实际控制人为对象企业实际控制人的近亲属,所以担心近亲属实际上是发行人实际控制人中的一员从而使实际控制人同时具备对考量对象企业的控制力。另一方面,春晖智控具有一些特殊性。由于发行人实际控制人的近亲属在保持对于对象企业控制的基础上交叉持有发行人股份,发行人实际控制人的近亲属作为考察的关键对象而同时对双方存在信义义务,虽这一双向的信义义务关系并未存续至最终上会之时,但这一关系仍使春晖智控与本类型中其它各例有所差异。

#### 1.浙江春晖智能控制股份有限公司(未通过)

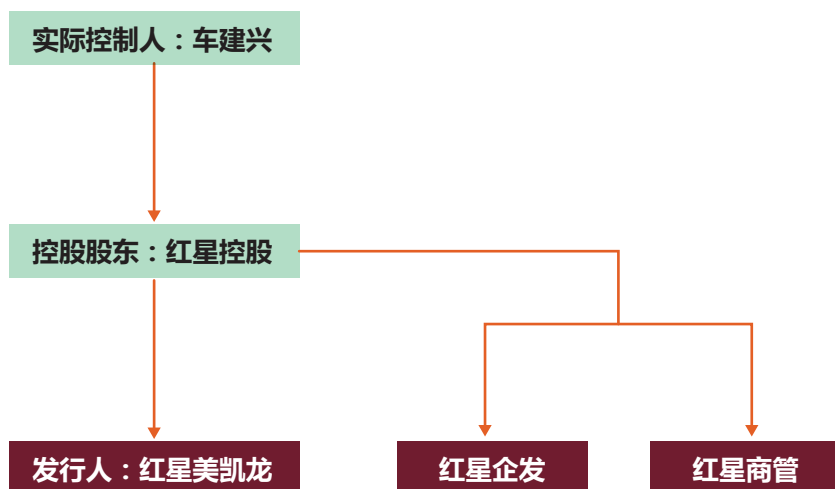
在此例中,发行人春晖智控由实际控制人杨广宇控制,而杨广宇的兄弟杨晨广持有发行人1.7%的股份并任发行人董事。同时,杨晨广作为主要股东担任审核对象企业浙江春晖空调压缩机有限公司的董事长。虽在上会前杨晨广已将其持有的全部对象企业股份转让予对象企业原股东之一,发审问题仍对于杨晨广转让的动机和真实性有所疑问,并针对杨晨广曾经持股的对象企业,试图从回溯的视角考察其是否曾经与发行人存在同业竞争或关联交易。



虽然此例最终审核未能通过与同业竞争问题的判断结果关联不大,但结合发行人实际控制人的近亲属在控制对象企业期间同时持有发行人股份并在发行人任职的事实,以及发审委的提问方式,我们或许可以猜测,当发行人实际控制人的近亲属作为考察的关键对象以多种控制形式同时对双方存在信义义务时,发审委可能倾向于认定发行人的实际控制人应包括其近亲属。

## 2. 红星美凯龙家具集团股份有限公司（通过）

发行人红星美凯龙被关注到的其中一个问题为发行人实际控制人近亲属控制的企业从事与发行人相近业务,而且其中部分企业仍在使用红星美凯龙的名号。从发行人实际控制人对关联企业的控制方式及控制力强弱的角度观察,发行人实际控制人为对象企业实际控制人的近亲属,因此在这一问题上发审委重点关注了两企业间因为亲属关系所产生的控制力上的联系。



在此例中,发行人红星美凯龙的实际控制人为车建兴,而徐州装饰城、徐州全球家居、扬州置业、济宁鸿瑞、陕西鸿瑞家居、兴化星凯、宁波澳洋等企业



为车建兴兄弟、兄弟的配偶直接和间接控制。<sup>25</sup>并且,上述企业的主营业务均为“家具商场经营”,均为与发行人从事的主营业务明显相同的企业,其中部分企业仍存在使用发行人名号的问题。不难理解,针对如此紧密的商业联系和较低的商业机会共用、转化难度,发审委的关注重点从商业机会在发行人和对象企业中是否有相互转化的可能性转移至究竟双方企业的实际控制人是否由于有近亲属关系而产生双向的分配商业机会的能力。而对发行人更为不利的是,由于双方企业共用商号事实的存在,从历史沿革和企业间的独立性上来看,近亲属关系对分配商业机会的影响已有体现。

对于此问题,发行人近亲属最终选择了将相关联的对象企业中与发行人从事相同业务的企业以委托发行人经营管理的形式完全纳入发行人的控制,从而起到了控制权和收益权的事先分配,避免发行人控制人和近亲属两方在未来有商业机会上的利益冲突,一定程度上处理了信义义务的矛盾。但是,值得注意的是,发审委对于此处理措施在多大程度上可以避免信义义务冲突似乎存疑,在上会时仍针对此问题就委托经营的具体情况(特别是合同的期限)提出疑问,而这也直指委托经营模式处理该类问题的弊端,即信义义务冲突的化解的暂时性。对于持续经营的上市公司而言,在合同期结束后,由于仍存在实际控制人通过近亲属渠道对特定商业机会在发行人和对象企业间任意分配的可能性,未来在商业机会分配时点所产生的信义义务冲突确实难以彻底消除。

### 3. 科华控股股份有限公司(通过)

此例中,发行人科华控股的实际控制人为陈洪民、陈小科,发行人主要从事涡轮增压器关键零部件的生产制造与销售业务。而发审委关注的对象企业“万盛铸造”的实际控制人分别是发行人实际控制人的弟弟和妹妹,主要从事精密铸件的生产销售。从发行人实际控制人对关联企业的控制形式与控制力的角度,发审委提问涉及发行人实际控制人为对象企业实际控制人的近亲属这一问题,关注发行人实际控制人对对象企业“万盛铸造”的控制能力。

而由于发行人实际控制人从未持股“万盛铸造”或在其中任职,也未参与“万盛铸造”的业务经营和发展;同时,“万盛铸造”历史上的股东也未曾持有发行人的股份或在发行人任职。所以,经披露与解释,发行人实际控制人与对象企业实际控制人间的亲属关系并未成为审核的障碍,相互独立的持股结构

#### 25. 发审委关注的企业与发行人的关联关系分别为:

徐州装饰城: 车建兴之兄车建林持有其50%股权, 车建兴之兄车建国持有其25%股权;

徐州全球家居: 车建兴之兄车建林持有其75%股权, 车建兴之兄车建国持有其25%股权;

扬州置业: 车建兴之兄车建林持有其95%股权;

济宁鸿瑞: 车建兴之兄车建林的配偶钱玉梅持有其50.2%股权, 车建兴之兄车建国的配偶张建芳持有其26.8%股权;

陕西鸿瑞家居: 车建兴之兄车建国的配偶张建芳持有其51.6%的股权并担任执行董事, 车建兴之兄车建林的配偶钱玉梅持有其34.4%股权;

兴化星凯: 车建兴之兄车建林及其配偶钱玉梅控股的济宁星凯持有其35.00%股权; 以及

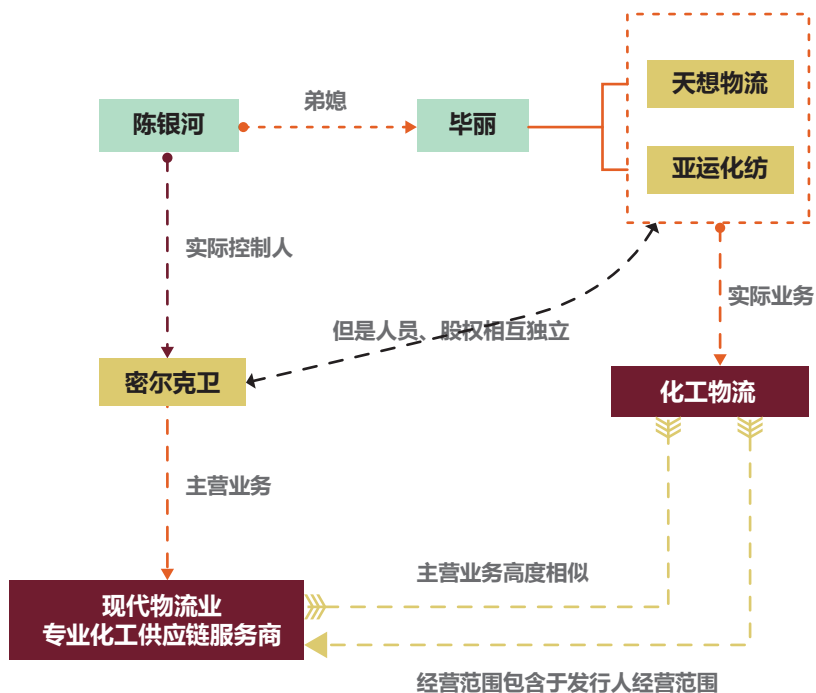
宁波澳洋: 车建兴之弟车国兴任董事。

上述企业实际控制人中, 涉及的近亲属范围包括: 发行人实际控制人之兄弟、发行人实际控制人之兄弟的配偶; 涉及的关联方式包括: 近亲属直接持有股份、近亲属通过其控制的其他企业持有股份, 或担任董事或执行董事。

和控制形式最终获得发审委认同。对比前述红星美凯龙和春晖智控两例中历史沿革的复杂性,可以看出发行人和对象企业实际控制人间的近亲属的关系比较清晰,在没有其他相关事实指向双方有可能因亲属关系而一致行动的情况下,不管是发行人还是对象企业的实际控制人均不具有对于对方企业的控制能力,不会产生同业竞争问题。

#### 4.密尔克卫化工供应链服务股份有限公司(通过)

此例中,在反馈意见关注到发行人实际控制人陈银河之弟及其配偶毕丽控制的关联企业后,发审问题进一步针对了陈银河之弟媳毕丽控制的对象企业天想物流(及其子公司亚运化纺)从事与发行人相同或相似的业务的情况。发行人主营现代物流业,从事专业化工供应链服务,而其近亲属控制的对象企业也从事化工物流。所以,在动态平衡考量中,特定商业机会容易在发行人企业和对象企业间分配难以否认,发行人实际控制人与近亲属控制的对象企业在对于两企业的控制上是否有联系是审核同业竞争问题的关键。



而与前述科华控股一例相似,依据发行人在招股说明书中的相关披露与说明,发行人实际控制人未在对象企业天想物流(及其子公司亚运化纺)持股,且对象企业的股东在审核时点均未在发行人持股。其中发行人实际控制人近亲属陈银汉虽曾经同时持有发行人与对象企业股权,但在2005年已不再持有发行人股权,所以在发行审核前近亲属间股权关系已相对清晰独立,在没有其他相关事实指向双方有可能因亲属关系而一致行动的情况下,不存在因近亲属关联而施加控制主体产生信义义务冲突的可能性。



---

若发行人和对象企业实际控制人间的近亲属的关系比较清晰，在没有其他相关事实指向双方有可能因亲属关系而一致行动的情况下，不管是发行人还是对象企业的实际控制人均不具有对于对方企业的控制能力，也就不会产生同业竞争问题。



## 5.对第四类型企业的分析结论

上述第四类企业的共同特点是,发审委审核时对于同业竞争问题侧重于考量发行人实际控制人和其近亲属对发行人和对象企业是否具有明显的交叉持股、相互任职或历史上的控制方面的关联,其本质是推测实际控制人和近亲属作为一个整体对特定商业机会在发行人和对象企业之间任意分配的能力和可能性,在不存在这种控制力的情况下,基本没有存在同业竞争问题的可能。

在形成发行人和对象企业两个独立的企业的过程中,历史上股东间合作或共同控制关系往往体现为发行人的实际控制人和其亲属对两企业的控制关系存在各种形式的交叉。经充分解释的在发行审核时点以及历史沿革上均不存在此类关系的情况,无论与此同时发行人和对象企业业务领域上的关系如何紧密,对于说明不存在同业竞争问题都将是非常有力的证明。

而如果受客观情况所限,历史沿革和控制形式上已体现出较为复杂的交叉控制关系,参考前述红星美凯龙的情况,采取委托经营方式虽面临同业竞争问题解决不彻底的风险,但这一通过合同关系事先分配企业控制权和收益归属的思路确实可以较低成本的在一定期限内化解信义义务的冲突,也不失为一种值得考虑的解决措施。

## PART SIX

# 同业竞争审核认定体系中 横坐标(控制力)的综合分析

---

从控制变量的角度,在纵坐标轴位置上,上述十家企业在家业竞争审核中均属于特定机会较容易在拟上市公司和控制人控制的其他企业间进行分配的情况,所以一旦施加控制主体具备在两企业间分配商业机会的控制能力,就存在相当大的违反信义义务的风险,故而有同业竞争问题。在此情况下,控制力(横坐标的位置)为“具体有哪些主体对发行人存在信义义务”这一核心问题提供了答案,所以对于控制力的考察可以说对同业竞争问题的认定是决定性的。

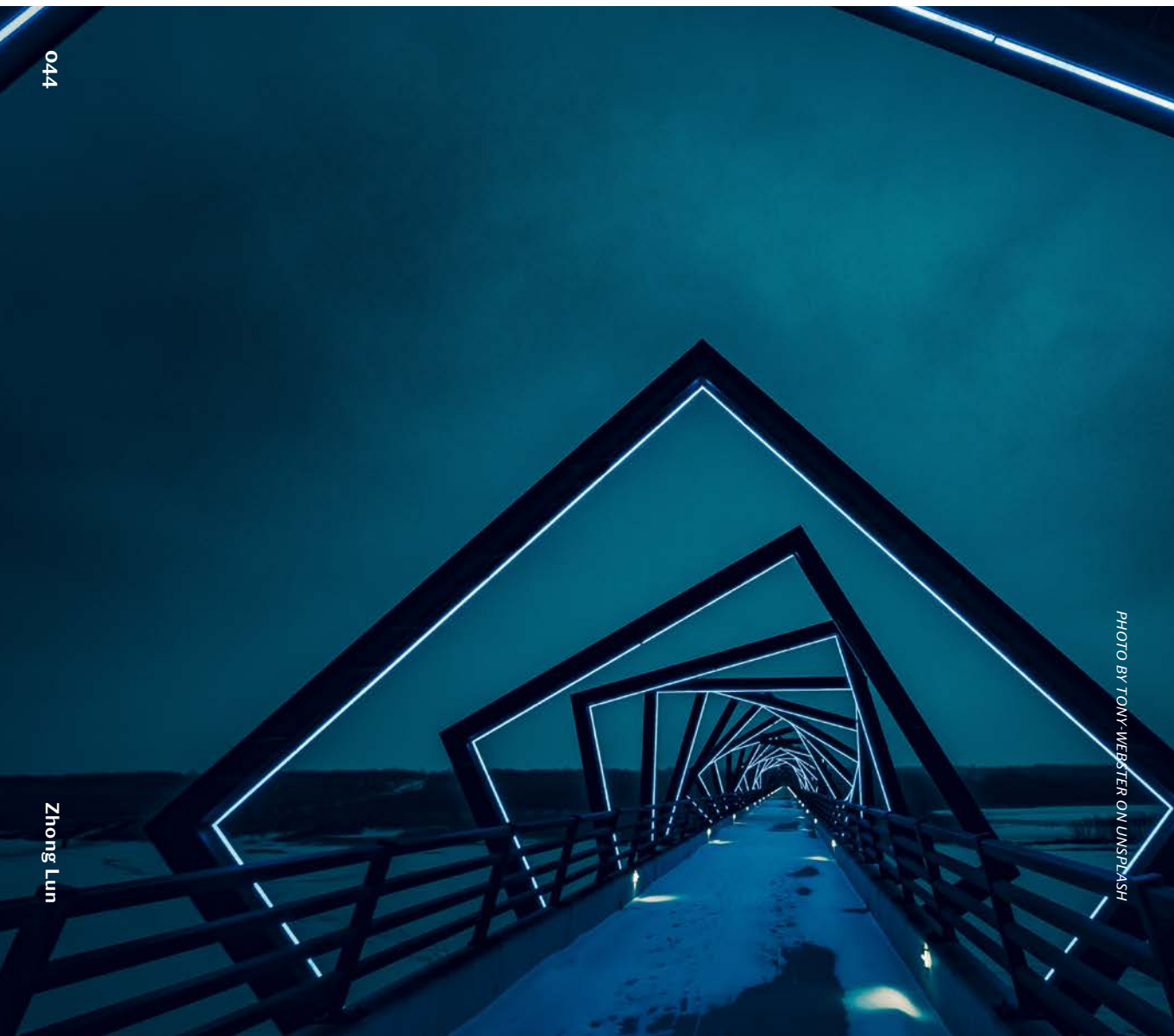
同业竞争审核主体	公司法层面基础 (基于信义义务 的请求权基础)	审核所依据的相关规定
控股股东、实际控制人 (因控制能力而延伸出 的信义义务主体)	第21条	首次公开发行股票并上市 管理办法(2015); 公开发行证券的公司信 息披露内容与格式准则 第1号-招股说明书指引 (2015); 上市公司治理准则 (2018)
董监高 (传统的信义义务主体)	第21条; 第148条第5项和第8项	同上
相关近亲属	间接通过第216条第3 项“虽不是公司的股 东,但通过投资关系、 协议或者其他安排,能 够实际支配公司行为的 人”	证监会发行监管部关于 同业竞争的研究纪要 (2011); 51条问答; 更多的非公开指引集中 于保代培训中

从审核结果来看,发审委在审核同业竞争问题时,其在横坐标轴上的考量基本围绕着以公司法为基础的单一或多个信义义务主体展开。在前述“类型一”中,发行人和对象企业的控股股东、实际控制人明确而且为同一人时(包括代持等代理关系),由于主体对两方企业所负信义义务明确,出现双方均可利用的商业机会时二者共同的控股股东信义义务冲突明显,所以审核重点在于判断商业机会方面(纵坐标位置)。而在“类型二”中,施加控制主体往往不是发行人和/或对象企业的控股股东、实际控制人,所以其是否对两方企业存在信义义务往往取决于股权关系外的其他因素——比如是否兼任董事、监事、高级管理人员。在“类型三”中,发行人实际控制人本来因为控股对象企业或在其任董监高而存在对两方企业的信义义务,但之后通过相应方式消除了与对象企业的各种联系,所以此种情况中发审委着重考察其是否仍负有信义义务。最后,在第四种类型下,发行人的实际控制人和对象企业的实际控制人具有近亲属关系,由于发行人和对象企业的实际控制人相互独立,故名义上并不存在双向的信义义务关系。然而,如果有相关事实指向近亲属间利用其天然的联系形成“投资关系、协议或者其他安排”,依公司法第216条第3项,近亲属双方或多方会因为被认定为实际控制人而对上市公司和对象企业同时存在信义义务。因此,在此类情况下,发审委关注的重点较为明确,审核的核心在于两方企业曾存在的在控制形式、历史沿革、关联交易等方面的各种联系,以确认发行人和对象企业的实际控制人是否是一个统一的整体。



# 05

## 商业机会转化难易程度： 纵坐标轴上的考量因素



在各发行审核实例中,发审委在反馈意见以及最终提问时往往通过经营范围、主营业务、所处行业等可以较为直观的信息对发行人和对象企业的产业链位置关系进行定位,并同时从具体产品和目标市场、核心技术、二者渠道的关联性以及各种行政壁垒方面判断二者商业联系的紧密程度。而对于产业链位置关系和商业联系紧密程度的综合判断始终围绕所要回答的核心问题——当前是否有或未来是否可能存在较容易在拟上市公司和实际控制人控制的其他企业间进行分配的商业机会。在综合分析和各因素平衡的过程中,由于产业链位置是企业对于自身业务在行业中的基本定位,产业链关系越趋近的两个企业越有可能存在共同商业机会;然而,单纯的产业链位置趋近并不是决定性的,进一步考量发行人和对象企业的商业联系的密切程度对于判断可能存在的共同商业机会在发行人和对象企业间是否可能真正转化往往有重要意义。从产品用途和市场来看,处于相同或相似产业链位置的企业不一定生产类似的产品或面向相同的市场;而核心技术的不同、两个企业供销渠道的差异、行政牌照或政策的限制均有可能使本应比较容易在发行人和对象企业间转化的商业机会变得难以实现,从而没有在发行审核环节以行政许可方式进行专门监管和规制的必要。而从最终目的出发,综合分析、动态平衡的审核过程不可避免地会带有较强的价值判断,上述各个因素在各审核实例中起到的作用也有较大差异。

发行人简称 及被考量业务	处于同一 产业链相同位置 的对象企业定位	处于同一产业链 上下游位置的 对象企业定位	处于 不同产业链上 的对象企业定位
密尔克卫 -化工物流	化工物流		
亿嘉和科技 -建筑智能化工程 (电力系统)	建筑智能化工程 (轨道交通)		
海宁中国 -针纺织品	针纺织品		
彩讯科技 -企业信息化	信息安全、 大数据和精准营销		
钜泉光电 -智能电网终端 设备芯片	多媒体系统芯片		
春晖智控 -流体控制阀和控制 系统的研发制造	空调压缩机		
江苏新能 -新能源发电	电力		
航天模塑 -塑料配件	金属配件		

发行人简称 及被考量业务	处于同一 产业链相同位置 的对象企业定位	处于同一产业链 上下游位置的 对象企业定位	处于 不同产业链上 的对象企业定位
国金黄金 -贵金属文化 艺术品	珠宝首饰销售		
常州恐龙园 -旅游文化	旅游文化		
成都天奥 -卫星应用	卫星应用		
红星美凯龙 -家居商场经营 和管理	家居商场经营		非家居商场管理
汉嘉设计 -建筑设计		室内外装饰工程； 建筑智能化 工程施工	
华宝香精 -香精		香原料业务； 电子烟业务	
宏川智慧 -石化仓储		石化产品贸易	
天津立中 -铝合金车轮	中间合金、铸造铝合金		
山东玻纤 -热力电力	热力电力；煤炭行业		
重数传媒 -新媒体广告、 IPTV内容集成	传统广告业务；IPTV内容传输		
上海通领 -汽车内饰件	汽车内饰生产相关业务		
科华控股 -涡轮增压器关键 零部件	精密铸锻件		
博拉网络 -互联网+	(发行人子公 司的网络游戏 业务尚未实际 开展)		网络游戏业务
迪普科技 -企业级 网络通信产品			企业级专业化 存储系统



---

单纯的产业链位置趋近并不是决定性的，进一步考量发行人和对象企业的商业联系的密切程度对于判断可能存在的共同商业机会在发行人和对象企业间是否可能真正转化往往有重要意义。

产业链位置的定位主要依据发行人和对象企业的经营范围、主营业务、所处行业等业务信息确定，位置关系上大致有三大类，由近到远可分为“处于同一产业链的相同位置”、“处于同一产业链的上下游位置”到“处于不同产业链”。而“处于同一产业链相同位置”有两种具体情况值得分别讨论，其一为“整体业务的产业链定位基本相同”，其二为“其中某一产业链位置上两企业定位存在重合”。

## PART ONE

# 发行人与对象企业存在处于同一产业链相同位置的业务

### 1. 发行人与对象企业在整体业务的产业链定位上基本相同的情况

一般来讲，处于同一产业链位置的两企业由于天然的在经营范围、主营业务和行业上的高度一致，使得发行人可利用的商业机会与对象企业可用的极为相似，特定商业机会出现时同一控制人无论分配给发行人还是对象企业均比较容易，故而有较大可能违反信义义务。也正是由于这一原因，发审委往往在提问时重点关注产业链上与对象企业处于同一位置的发行人的同业竞争问题。然而这种同一产业链位置与商业机会较容易分配间的联系并非是必然的，有一些特殊因素的出现可以说明发行人和对象企业有明显的商业上的区别，所以商业机会出现时施加控制主体并没有事实上的可能性进行随意分配。

#### (1) 江苏省新能源开发股份有限公司（通过）

发行人江苏新能披露其主营业务为新能源发电，而发审委考察的对象企业主营火力发电业务。依据上市公司行业分类指引，发行人新能源发电业务与关联方的火电业务同属于电力、热力生产和供应业（D44）。同时，根据发行人披露时对于电力工业产业链的介绍，发行人业务与对象企业的火电业务均属于电力工业产业链的发电环节，所以在产业链上处于同一位置。

然而，发行人所处行业与对象企业的发电方式存在明显的区别，发行人在业务与技术部分分别说明了其从事的风力发电、生物质能发电和光伏发电业务所在行业的技术壁垒。更为关键的是，风力发电和生物质能发电企业均需要发改委的核准，电站建设有具体的配额限制，电力业务的运营也需要行政许可证等前置行政程序。而同时，火力发电由于发改委和能源局的规定而严控新增产能，燃煤发电项目均要纳入国家电力建设规划。可见，由于极强的行政壁垒的存在，虽然两企业产业链位置相同，但事实上难以由控制人进行任意的商业机会分配与安排，最终同业竞争问题并未构成发行审核障碍。



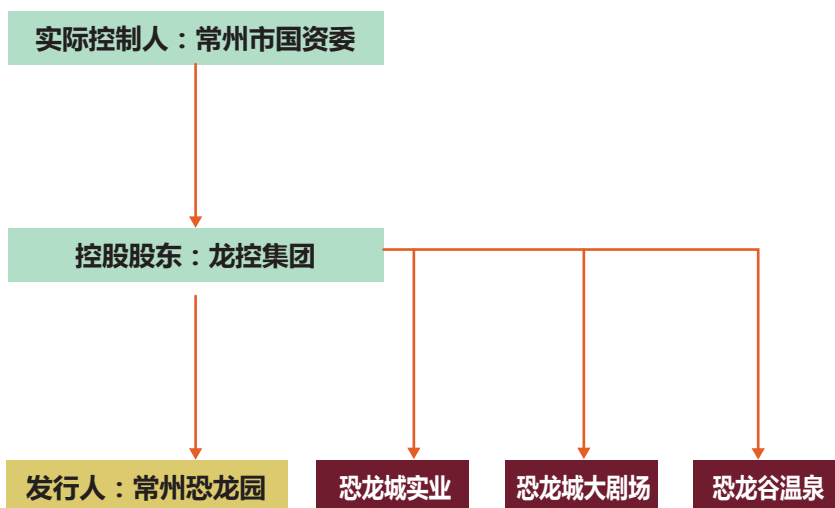
### (2) 成都天奥电子股份有限公司（通过）

本例中，发行人成都天奥电子主要从事通信导航、海洋电子、卫星应用等领域产品的研发、生产和服务，对象企业分别主要从事测控与卫星应用等民品业务、卫星通讯等专业研发业务。从产业链位置上，二者在卫星应用业务方面定位相同。然而，从技术因素角度，天奥电子的两项主要业务领域分属时间频率行业和北斗卫星应用行业，发行人以较大篇幅解释了这两个行业均对技术有较高的要求，从核心技术来源方面进行了业务间的区分。

同时，不同于对象企业的是发行人有相当多的非民用项目应用于国防科技领域，涉及国防安全和军事秘密，而军品生产有特殊标准和规范，国家对该行业内的相关产品生产实行严格的强制性资格许可管理制度。这一军品生产和研发资质的行政壁垒，很好地解释了产业链位置上相同的发行人和对象企业的区别，说明了发行人与对象企业之间商业机会转换的实质阻碍。

### (3) 常州恐龙园股份有限公司（未通过）

发审委在反馈意见与发审问题中就同业竞争问题重点关注了发行人与其控股股东控制的恐龙谷温泉、恐龙城大剧场和常州环球恐龙城实业之间的同业竞争问题。依据发行人与对象企业基本情况披露，各企业间经营范围重合较多、存在大量相同的业务，在产业链上处于同一位置。



	常州恐龙园	恐龙谷温泉	恐龙城大剧场	恐龙城实业
食品	食品经营	制售中餐	预包装食品的零售	
表演和演出	文艺表演；承接国内外演出经营、演出经纪		艺术表演场馆服务；演出票务代理	
文化服务	文化娱乐服务		文化艺术活动的策划；组织文化艺术交流	
会务	会务服务		会议服务	
租赁	租赁服务	自有房屋租赁	演出器材及场地租赁	自有房产的出租与物业管理，房地产咨询
销售	百货、工艺美术品的零售、批发、代购代销及信息服务	百货、针纺织品销售		百货、工艺礼品等的销售
投资与管理	主题公园的投资、管理			文化、旅游、商业设施的投资建设与经营管理
展览	展览展示服务		展览展示服务	

发行人曾为避免同业竞争将在建酒店装饰装修工程转让予同一控制人集团下关联企业，而招股说明书中披露发行人筹建酒店的目的原本就是“向中华恐龙园的游客提供住宿便利”，这一转出业务与发行人业务的关系较为紧密且属于发行人所提供服务的一部分。发行人的这一行为作为对于既存的机会进行分配的例证，一定程度上使发审委产生了对发行人任意分配未来类似商业机会的怀疑，也直接引起了发审委对于发行人独立性的关注，最终未能过会。

#### （4）成都航天模塑股份有限公司（未通过）

本例中，如下表所示，发行人成都航天模塑与对象企业均从事汽车零部件业务，并在汽车内饰件等领域存在交叉，两企业比较明显地处于同一产业链位置。

	主营业务	产品类别	主要产品名称
成都航天模塑	汽车塑料零部件和汽车塑料零部件模具的研发、生产和销售	汽车外饰件	保险杠(总成)、扰流板、全塑尾门、车身下装饰件、风窗支柱、挡泥板等
		汽车内饰件	仪表台(总成)、副仪表板(总成)、门板(总成)、立柱系列、门槛系列、EPP发泡座椅垫块、工具箱等
		发动机系统塑料部件	发动机进气歧管、油轨、发动机装饰罩、发动机汽缸罩盖等
万祺技	汽车金属冲焊件、改装车及方舱非标加工	非汽车配件产品	特种车及方舱
		汽车配件产品	汽车冲焊件(金属件), 具体包括: 底盘系统: 发动机固定支架、发动机罩、底盘系统相关支架
		内外饰件	座椅骨架、轮毂装饰罩、相关支架

发审委关注到, 发行人成都航天模塑控股股东控制的其他企业中有部分企业从事汽车金属零部件业务, 与发行人从事的汽车塑料零部件业务相似, 并指出了汽车塑料零部件与金属零部件之间可能存在的替代性问题。发行人虽然也相对应地从产品应用和目标客户招标过程等角度对这两种产品之间不存在替代性做出了说明, 提出汽车主机厂(目标客户)在招标时会对不同汽车零部件标明金属或塑料而分别招标, 但也承认塑料与金属零部件在部分情况下是均可使用的(汽车主机厂在某些产品上一般出于成本等方面考虑要求“尽量使用”塑料零部件, 许多汽车零部件对于金属或塑料之间的选择原因并不绝对)。由于本例中处于同一产业链位置的发行人和对象企业的产品和市场具有可替代性, 从商业机会转化的角度, 控制人在两企业间对商业机会进行分配的难度较小, 所以发审委很可能就是对是否存在同业竞争问题做出了不利于发行人的认定。

## 2. 发行人或对象企业业务涵盖产业链上多个位置, 其中某一产业链位置上两企业定位存在重合

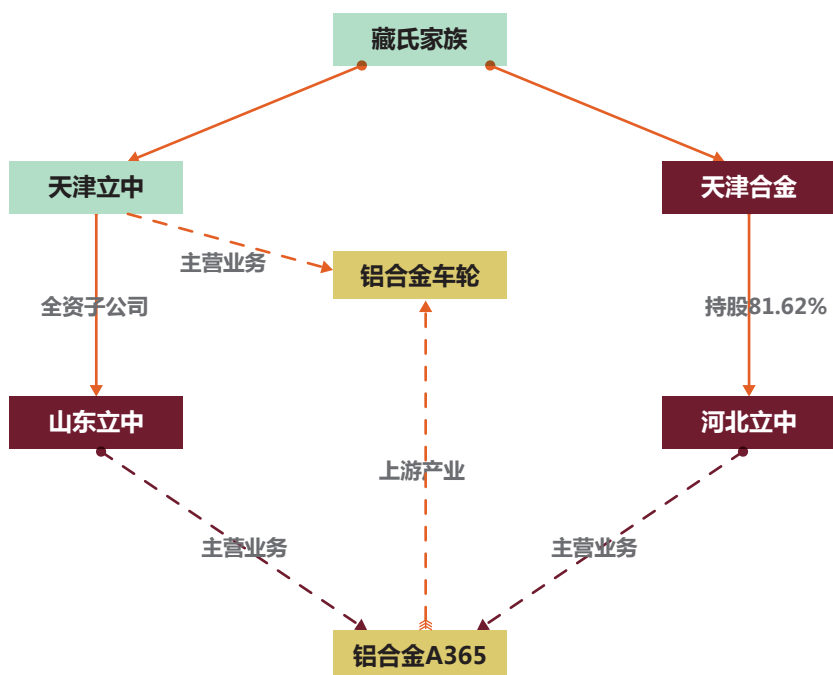
在发行人和对象企业同属某一实际控制人集团企业的情况下, 如果集团企业拆分同一产业链中的上下游企业中的关键一环或多个环节独立上市, 往往会出现发行人或对象企业的业务涵盖产业链上多个位置并在某一产业链位置两企业定位与业务重合的情况。在此情况下, 或许是由于产业链上企业分拆、整合过程中集团实际控制人已然显示出明确的在发行人和对象企业间分配商业机会的能力, 从实例来看, 发审委在审核、提问的过程中往往特别关注分拆、整合后是否遗留或产生了产业链位置相同的业务, 一但发现存在定

位重合情况,对于特定商业机会是否容易在两企业间分配的可解释空间一般不大。

### (1) 天津立中集团股份有限公司(未通过)

发行人天津立中主营汽车铝合金车轮业务,而对象企业主要从事中间合金及铝合金业务,企业间同属实际控制人臧氏家族控制。在产业链定位上,中间合金作为一种过渡性合金和关键功能材料不能直接生产终端产品,而铸造铝合金主要用于发动机和车轮生产,所以作为整条产业链的几个环节,发行人主营的铝合金车轮业务与对象企业的中间合金及铝合金业务处于上下游关系,各企业间产业链上的位置关系本应较为明确。

然而,根据“发行人设立以来重大资产重组情况”的披露,发行人曾对集团实际控制人控制的其他企业中的相关资产进行收购,将原本为控制人集团下属的主营上游铝合金铸造的“天津合金”的子公司之一“山东立中”并入发行人中。故发行人在铝合金铸造领域与实际控制人集团下属的其他企业产生了产业链位置上的重合。而且,更值得关注的是,相关业务合并不但没有达到“实现产业上下游整合”的效果,反而在采购渠道方面直接证明了控制人对商业机会的分配能力。依据发行人披露,其产业链上游关联方企业原为发行人的前五大铝合金供应商之一,在并入同样主营铝合金铸造的“山东立中”后发行人从该企业采购的数量逐渐下降,2015年后不再从该企业采购。虽然同业竞争问题只是本例中最终发审委做出审核结果可能的依据之一,但整合过程所产生的企业间同一产业链位置交叉直指发审委对于集团控制人在未来具有恣意分配商业机会能力的担忧,为避免控制人未来违反信义义务进行分配,较容易做出存在同业竞争的不利认定。

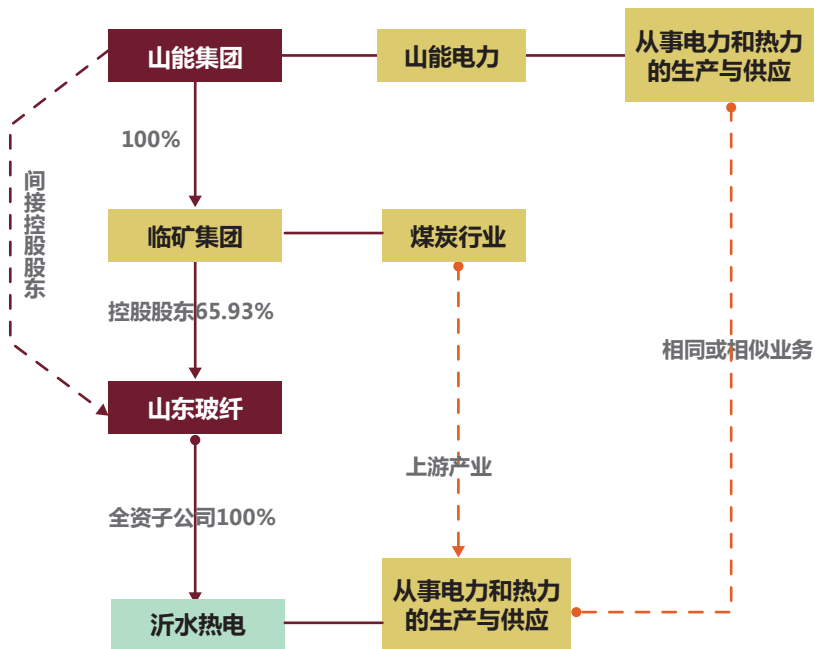


## (2) 山东玻纤集团股份有限公司（未通过）

本例中，发行人山东玻纤与对象企业“山能电力”同属控制人集团企业山能集团控制。其中，在产业链布局上，发行人主营玻璃纤维及其制品的研发、生产与销售，根据发行人披露解释玻纤制造过程中对电力有较高需求，因此其子公司“沂水热电”主营其产业链上游的供电类业务，除满足发行人需要外对外向沂水县范围内提供热电产品。所以，发行人在产业链上同时具有热电、玻纤制造两个环节的业务。

	经营范围
沂水热电	火力发电，热力的生产与供应；粉煤灰销售。
山能电力	电力、热力的生产、供应、技术咨询及技术服务等

然而，控制人集团企业山能集团下属企业“山能电力”从事电力和热力的生产与供应的业务，由于与发行人子公司“沂水热电”处于在热电业务方面存在同一产业链位置上的交叉。与前述天津立中一例类似，这一上游供应关系上的实际业务交叉产生了控制人任意分配商业机会的隐患，为发审委所关注和提及，最终未能过会。



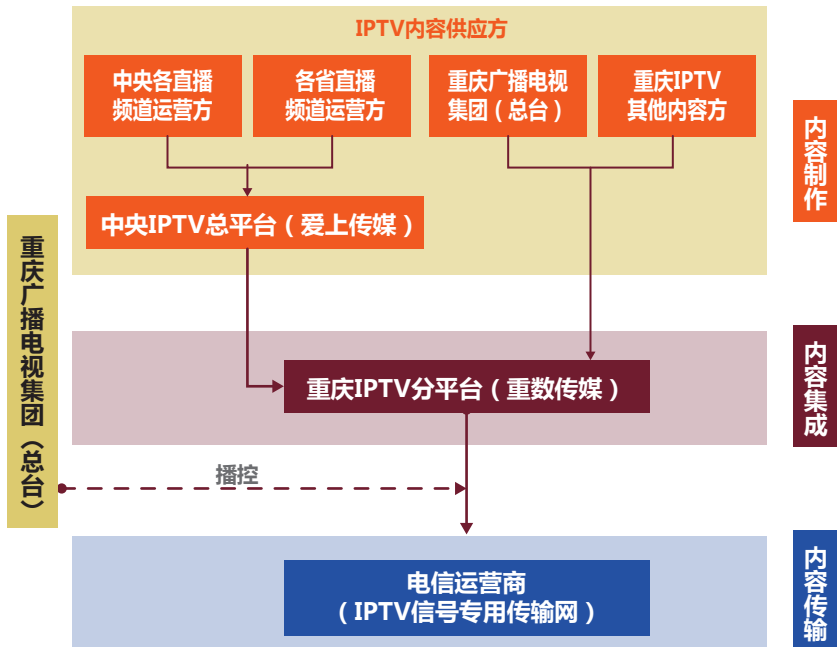
## (3) 重庆广电数字传媒股份有限公司（未通过）

同样属于集团企业产业链布局中的一个环节，发行人重数传媒主营IPTV内容集成运营和网络广播电视台运营（后者的业务细分中包括新媒体广告业务），对象企业之一重庆有线主营内容传输业务。根据发行人披露，在行业分类上发行人和对象企业同属“电信、广播电视和卫星传输服务”，而广播电视

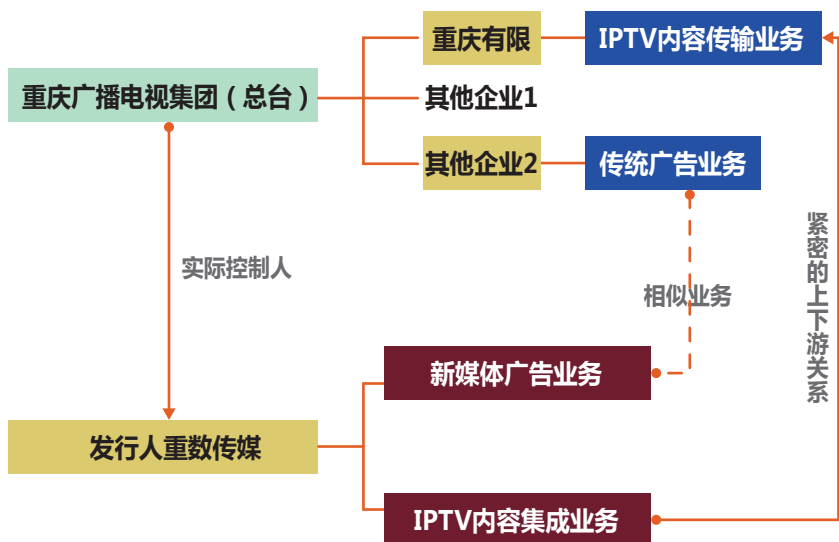


IPTV产业链分为内容制作、集成、传输三个环节，发行人和对象企业属于同一IPTV产业链上的上下游位置（内容集成与内容传输的产业链位置关系见下图）。

而针对这一上下游布局的合理性和商业关系联系的紧密程度，两企业的商业机会区分并不明显。从终端用户看，发行人IPTV业务与重庆有线的有线电视业务的终端用户都是重庆区域的电视机终端用户；从提供的服务内容来看，均属于为终端用户提供视听节目服务，并基于终端用户的需求开发增值服务。虽然发行人IPTV内容集成业务与对象企业业务处于同一产业链的上下游位置，但由于二者定位在商业联系和业务性质联系的紧密程度较高，发审委最终专门就集团企业的该种布局方式是否存在同业竞争问题发问关注。



此外，与天津立中等例相似，本例中控制人集团企业在广告业务划分过程中仍存在发行人与对象企业同一产业链位置的交叉情况。发行人网络广播电视台运营业务与控制人集团企业下属从事传统广告业务的企业在广告业务上存在产业链定位上的重合。针对此问题，发行人虽停止了曾经从事的在关联方从事的业务中存在的传统广告运营业务，确转而从事新媒体广告运营业务，但从发审委最终提问方式来看（“发行人广告业务与实际控制人及其控制企业其他广告业务的异同，是否存在潜在同业竞争”），其有一定可能因传统广告和新媒体广告的产业链定位趋同而未能接受该调整措施。



### 3. 发行人与对象企业在某一业务的产业链定位上基本相同而着重于讨论控制力强弱（横坐标轴）的情况——动态平衡考量的视角

除上述几个实例外，不难发现，其他在上文产业链位置总表中所列出的“发行人与对象企业在整体业务的产业链定位上基本相同”的发行审核案例均为前文在横坐标轴控制能力维度中所讨论的实例。究其原因，一方面，从发审委行政审批资源分配的角度，商业关联性较强、商业机会容易相互转化的企业间讨论是否由同一信义义务主体控制和控制能力强弱才具有较大的意义；同样的，在基本事实指向同一信义义务主体存在对双方的控制情况下，才有必要深入到商业机会是否容易被其任意分配。也因此，这一控制力强弱（横坐标轴）与商业机会转化的难易程度（纵坐标轴）之间的动态平衡的考量方式，使发审委在两企业产业链位置基本相同时往往更为倾向于着重考察控制力维度。

另一方面，从发行人角度，在受控于同一人事实明确的情况下，发行人为规避产业链位置相同、商业机会联系密切所造成的信义义务上的直接冲突，实际控制人往往会主动展开布局调整；而受控关系不明显、控制能力较弱时，采用解释的方式或调整控制形式较为简单常见，整合商业关系、调整产业链定位的必要性较小。

也正是因为这些原因，我们已在控制力（横坐标轴）的讨论中详细介绍了密尔克卫化工供应链服务股份有限公司、科华控股股份有限公司、红星美凯龙家具集团股份有限公司、浙江春晖智能控制股份有限公司、亿嘉和科技股份有限公司、彩讯科技股份有限公司、钜泉光电科技（上海）股份有限公司、上海通领汽车科技股份有限公司、海宁中国家纺城股份有限公司、国金黄金股份有限公司等的产业链位置情况并针对控制力方面进行了讨论，在此不再赘述。

---

控制力强弱（横坐标轴）与商业机会转化的难易程度（纵坐标轴）之间的动态平衡的考量方式，使发审委在两企业产业链位置基本相同时往往更为倾向于着重考察控制力维度。

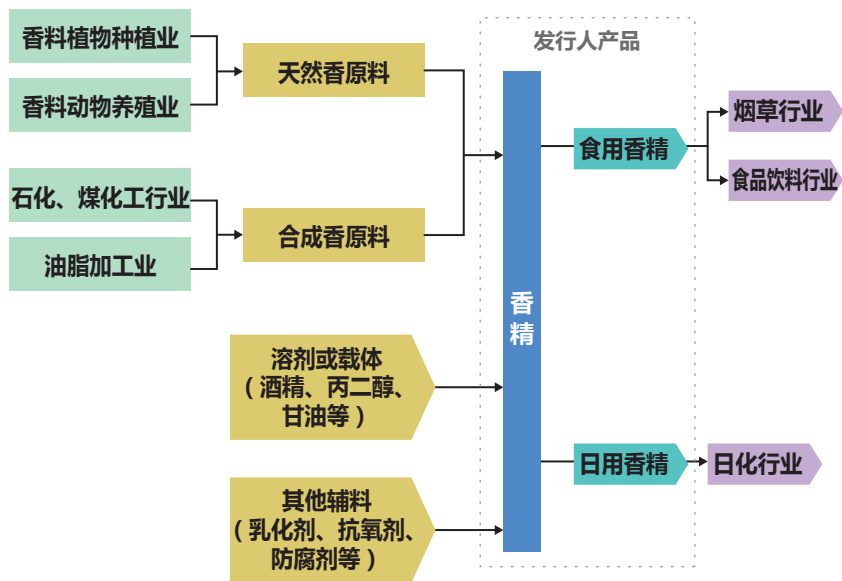
## PART TWO

发行人与对象企业处于  
同一产业链上下游位置的情况

发行人与对象企业分属同一产业链的上下游环节作为一种行业布局模式,常作为实际控制人集团在划分发行人和其他集团下属企业的产业链位置板块时的重点考虑因素。从商业机会在发行人和对象企业间转化难易的角度,单纯的上下游关系往往不能直接说明该问题,对此发行人往往会结合核心技术、上下游供销渠道关联、行政许可与牌照等多个方面进行解释。

## 1. 华宝香精股份有限公司（通过）

发行人华宝香精主营香精业务,考量对象企业中存在香原料和电子烟业务,其中香原料业务处于香精业务的产业链上游,而电子烟业务处于香精业务的产业链下游。所以发行人与对象企业虽在同一产业链上但不在同一产业链位置,属产业链上下游关系。



根据发行人披露,虽然香精制造业与香原料制造业都归属中国香料香精化妆品工业协会管理,但分属产业链的不同位置,属于不同行业。为了说明香精与香原料在商业联系上并不密切,发行人从各自的生产工艺、生产方式、生产设备、核心技术与核心人员方面进行了详细的解释和区分;另一方面,从两者上下游的渠道关联上看,实际控制人控制的香原料板块企业只能生产数十种普通的香原料,并面向市场销售,而发行人及下属企业每年采购的香原料多达近千种,对香原料关联企业采购的比重极低。这些阐述从多个方面突出了发行人从事的香精业务与实际控制人控制的香原料板块业务之间的关联度不高,商业机会上难以相互转化。

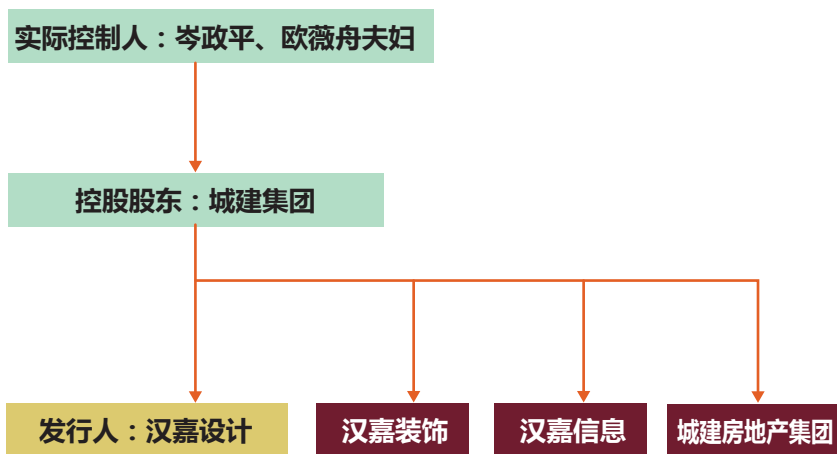


而与香精或香原料业务不同,被考量的另一对象企业的电子烟业务属制造业内不同子类(计算机、通信和其他电子设备制造业),虽然构成产业链上下游关系但与发行人从事的香精业务在行业所属子类上的区别明显。发行人在说明其与从事再造烟业务的对象企业之间不存在同业竞争时,针对作为烟草专卖品电子烟的专卖许可管控和要求,突出了下游电子烟行业行政管理上的壁垒,从而对两种业务间商业机会的转换的可能性较低做出了解释,最终过会。

## 2. 汉嘉设计集团股份有限公司 (通过)

在此例中,发行人汉嘉设计主营建筑设计类业务,发审委关注的同一控制人控制的对象企业主要从事室内外装饰工程、建筑智能化工程施工等业务。在产业链位置上,建筑设计与室内外装饰工程、建筑智能化工程施工应属于同一产业链的不同环节。

针对同一产业链上的业务关联,发行人对于建设工程勘察、工程设计资质作为设计环节的特殊资质要求做了一定阐述。或许是出于谨慎考虑,发行人最终在报告期后将从事室内外装饰工程、建筑智能化工程施工的两家对象企业股权转让给无关联的第三方,从而彻底清除了与室内外装饰、施工相关板块业务的联系,避免了发行人与对象企业之间潜在的商业机会分配上的冲突,在同业竞争问题上获得了发审委的认可。



## 3. 广东宏川智慧物流股份有限公司 (通过)

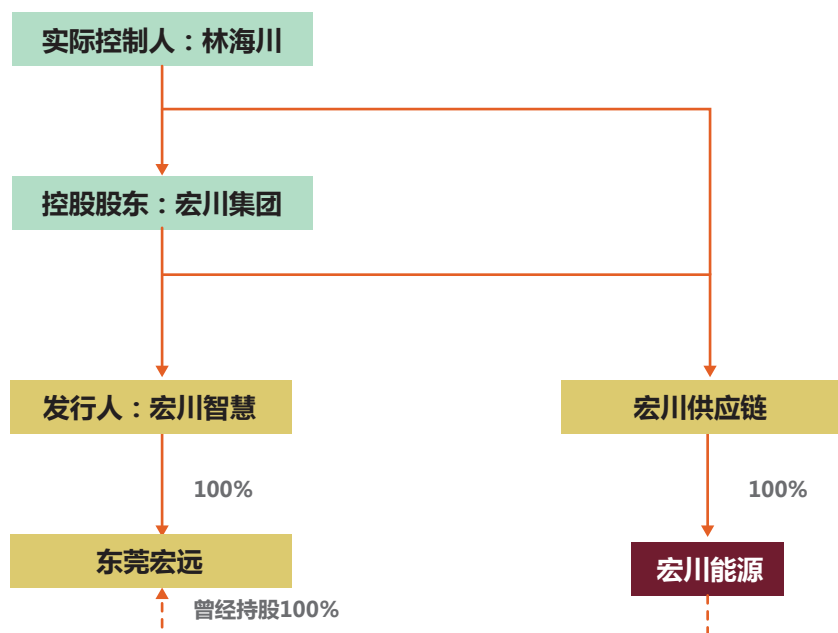
发行人宏川智慧主要从事服务石化行业的仓储业务,对象企业“宏川供应链”及其控制的其他企业主要从事分销、直销、桶装零售和背靠背大宗交易等石化产品贸易业务。发行人与对象企业同属宏川集团控制,根据发行人披露,石化仓储与贸易属于统一产业链中的上下游关系。



PHOTO BY PAUL RENZI ON UNSPLASH

---

**产业定位完全不同的企业  
有时会因为市场关联、  
共用渠道等因素而建立密  
切的联系，当这些联系足  
够引起发审委对商业机会  
在两者间分配的可能性产  
生担忧时，也会被纳入同  
业竞争的考量范围。**



与前述天津立中一例的情况相似，在形成企业产业链上下游业务关系布局的过程中，发审委重点关注控制人集团下属的发行人和其他企业是否还残留产业链关系上的重合部分。针对这一问题，发行人在上会前进行了对从事石化仓储业务的关联方“东莞宏元”的收购，并说明了由于成品油批发资质需求而建立“东莞宏元”作为下游关联方内部仓储的初衷，从而解释了存在“东莞宏元”这一相同业务的企业的原因，最终过会。

## PART THREE

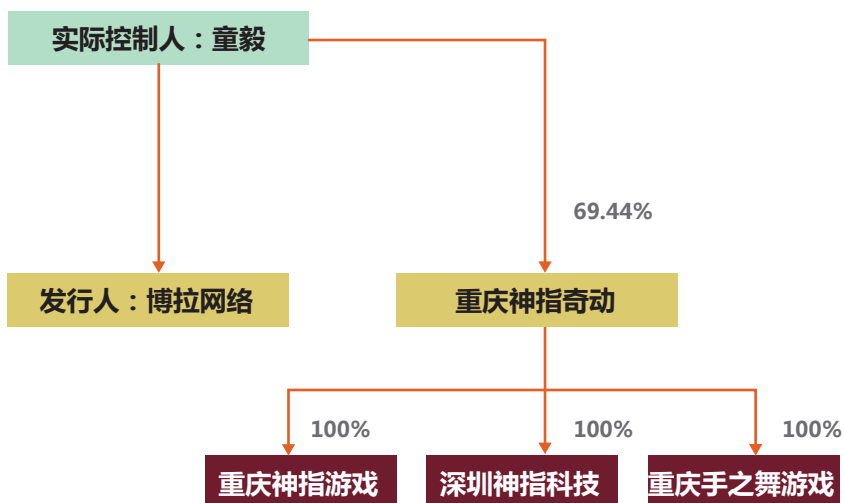
### 发行人与对象企业处于不同产业链

大多数情况下，发审委关注不同产业链上的发行人和对象企业的必要性较小。但是产业定位完全不同的企业有时会因为市场关联、共用渠道等因素而建立密切的联系，当这些联系足够引起发审委对商业机会在两者间分配的可能性产生担忧时，也会被纳入同业竞争的考量范围。由于这种情况下发审委的判断会带有较多价值判断，对于可能性的判断往往会基于做出判断的时点从预期的视角 (*ex ante*) 进行自由裁量，在此种情况下对于同业竞争的认定不确定性较强。

#### 1. 博拉网络股份有限公司（未通过）

本例中，发行人博拉网络主要从事互联网服务业中针对企业 (to B) 业务，主要包括数字营销、专业电商以及实施在线客户关系维护管理的电子会员服务，属“互联网和相关服务业”。发行人实际控制人童毅同时控制对象企业重

庆神指奇动(及其下属多家子公司)，“神指奇动”主营游戏设计开发及销售、网络游戏开发、动漫设计研发，实际从事经营网络(手机)游戏的开发、运营和销售。从发行人和对象企业的产业链位置的角度，发行人与对象企业并不处于同一产业链。



从发行人与游戏行业的业务联系来看，发行人存在与游戏行业从业企业的销售合同，有应用于游戏行业的数字商业技术产品，但均不是对对象企业所在产业——网络(手机)业务的服务。同时，由于游戏行业仅为发行人服务的十余个行业之一，整体大行业与发行人虽有商业联系但不算太密切。然而，根据发行人披露，公司加大投入以优化公司营销网络多元化布局，源自网络游戏行业的收入快速增长(2016年互联网游戏行业营收占比11.11%)，并预期凭借发行人在互联网营销领域的技术优势可以快速切入该市场攫取市场份额。该战略规划最终付诸于具体行动，2017年发行人建立子公司星趣游，计划专注于从事网络游戏数字营销以及相关服务业务，但尚未正式开展经营。所以，在可以预期的未来，发行人与对象企业所在产业的商业联系密切程度可能会有所增加。

值得注意的是，与一般的回溯性的考量方式不同(发行人与对象企业并无既存的商业机会交叉，也并不存在关联交易)，发审委特别关注到发行人互联网游戏行业收入的大幅度增加，提问直指发行人游戏行业布局的业务与对象企业的同业竞争问题。结合发行人募集资金投资项目中的游戏行业服务项目以及为进一步发展而建立网络游戏业务子公司的事实，不难理解发审委从预期视角对于未来时点发行人潜在的与对象企业的商业机会分配冲突的担忧，结合本例的最终审核结果和发行审核中对于游戏产业的保守态度，发审委或许在同业竞争问题的认定过程中对同一控制人下未来可能的信义义务矛盾有所考虑。

## 2.杭州迪普科技股份有限公司（通过）

本例中，发行人与对象企业受同一实际控制人控制，发行人主营企业级网络通信产品的研发、生产、销售以及相关专业服务，对象企业“宏杉科技”主营企业级专业化存储系统研发、生产与销售。依据披露，发行人迪普科技与对象企业的业务虽属于IT基础设施产业，但IT基础设施分为计算、存储和通讯三大领域，其中发行人的业务属于通讯领域，对象企业的业务属于存储领域，各领域间不具有产业链上的上下游关系。

从两企业间产品和市场的联系来看，发行人的主要产品更侧重于软件和系统，对象企业的主要产品则更依赖于硬件结构，而这最终体现在行业划分上（发行人属软件信息技术服务业，而对象企业为计算机、通信和其他电子设备制造业）。同时，两企业由于产品的差异拥有不同的核心技术、业务资质和产品认证。

针对发行人和对象企业这两家不处于同一产业链，且从产品、市场、技术等方面看并无明显的共同商业机会的两家企业，发审委对于二者同业竞争问题考察所担心的主要是两企业间共用销售渠道的问题。根据发行人披露，发行人与对象企业两家公司均采用渠道销售模式，两企业间主要代理商客户几乎全部重叠。对于该问题，发行人进行了较全面的解释说明，指出发行人与对象企业因总代理商重合导致的客户重合并非最终用户重合，实际在下级代理商、最终用户层面的客户重合度较低。同时，发行人与对象企业销售办事处完全独立，均独立面向客户开展业务，不共用营销网络场所。

一方面，发审委的担忧不无道理，由于发行人与对象企业的实际控制人对双方均有完全的控制能力，如果存在较多共同销售渠道，特定商业机会出现时可能控制人较容易在两企业间进行分配，在过去既存的商业机会的安排过程中控制人可能已经做出了有损某一方企业的分配、曾经有对于信义务的违反。而另一方面，如果两企业间产业链定位、产品和市场、核心技术等因素上均存在巨大差异，商业机会在二者间的分配具有现实障碍，单纯的销售渠道并不一定能够使商业机会的分配变得更加容易，此时即使控制人有足够的控制力进行分配也难以最终实现。发审委或许是最终更倾向于后者的逻辑，权衡产业链位置、共同渠道等多个因素后并没有做出存在同业竞争的认定。

## PART FOUR

## 同业竞争审核认定体系中纵坐标 (商业机会转化难易程度)的综合分析

不同于横坐标轴(控制力)考量中对于哪些实施控制的主体有现实的控制能力和信义义务约束来进行商业机会分配的关注,纵坐标轴的考量集中在发行人和对象企业间的产业链定位和商业联系是否紧密到特定的商业机会有可能在二者间被任意分配这一问题。由于纵轴的考量带有发审委对于可能性的分析,价值判断层面往往在发审委审核时点专注于各方面事实证据,多为回溯性(*ex post*)地考量已存在的商业联系,注重从事实中搜寻既存的商业机会分配后的后果。少数情况下(如博拉网络一例),当既存事实明确指向未来时点可能发生的商业机会任意分配风险时,发审委也可能会以事前预防的预期(*ex ante*)态度对同业竞争问题进行不利认定,以最大程度避免未来对上市公司持续监管过程中上市公司实际控制人损害其他股东而产生诉求。

价值判断理论架构				
	商业机会分配方向	证监会 (发审委)关注	考量视角	该考量视角 实质上的 保护主体 (违反对哪方 的信义义务)
情况分类	发行前存在的有利于拟上市公司的商业机会分配行为	商业机会分配的后果 (同业竞争背后的利益输送与会计处理真实性问题)	<i>ex post</i> - 事后回溯	对象企业
	发行前存在的有利于对象企业的商业机会分配行为	商业机会分配的后果	<i>ex post</i> - 事后回溯	拟上市公司
	存在发行后进行有利于对象企业的商业机会分配行为的可能性	商业机会分配能力 (同业竞争背后的持续盈利能力问题、公司治理结构问题)	<i>ex ante</i> - 事前预防	上市后的 拟上市公司
	存在发行后进行有利于上市公司的商业机会分配的可能性	(可)不关注 (受损方已有基于信义义务的归入权、停止损害请求权、赔偿请求权等司法救济的请求权基础)	<i>ex ante</i> - 事前预防	对象企业



# 06

## 同业竞争解决措施 与有效性分析



通过我们对于同业竞争问题的梳理和研究,可以发现,在发审时点,各发行人为解决其与关联方之间既存的或可能构成的同业竞争问题,大多已经采取了一定的措施。这些措施基本呼应了前述从横轴或从纵轴上考量的思路,也可以视为分别针对其可能落入横轴或纵轴上考量的同业竞争问题,从避免施加控制人的信义义务冲突,或从避免业务间的商业机会转化的两个角度入手采取的不同措施。

各发行人采取解决措施的效果有所不同。部分措施确实不同程度上解决了发行人的同业竞争问题,然而也有部分措施并未对发行人的情况产生帮助,甚至可能引起了额外的同业竞争问题。这些问题可能从发行人客观的业务情况中观察出来,也可能在发审委的问题的指引下有所体现,在后者的情况中也可以看出具有一定普遍性的发审委对特定措施可能存在的担心。

当然,同时也存在部分企业未采取除在招股说明书中进行解释与说明或出具承诺函以外的措施。这些说明在部分企业的情况中确实足够厘清发行人与对象企业之间的业务关系,解决可能的同业竞争问题。然而在另外一些情况中,从企业的客观情况或发审问题来看,这部分解释与说明的效果对于使发行人免于同业竞争问题来说则是不够充分的。

## PART ONE

# 采用解释与说明方式

以下企业除出具关于避免同业竞争的承诺函外,仅对其与关联方可能存在的同业竞争问题进行了解释与说明,而并未采取其它的解决措施(由于本部分中各例已在前文详细解释,我们仅选择有代表性的个例,<sup>26</sup>对解释与说明的具体形式、方向略作描述)。

### 1. 江苏新能(通过)

发行人的被考量的两部分关联企业分别为实际从事发电业务的企业,与在名称、经营范围上从事新能源发电业务的企业两类。发行人对其与前者的业务关系从多个因素方面进行了较充分的说明,且在技术壁垒和政策壁垒上的特点均较为突出。而后者包括的三家企业均未开展实际业务,对于其中唯一一家与实际从事或未来将开展的经营活动中存在可能重合的业务的企业大唐滨海,发行人在控股股东出具的承诺函中承诺在一年内将其持有的大唐滨海的股份对外转让。

26. 以下各例不再详细阐述: 迪普科技(通过); 通领科技(未通过); 重数传媒(未通过); 钜泉光电(未通过); 山东玻纤(未通过); 海宁中国(未通过); 博拉网络(未通过)。

## 2.天奥电子（通过）

与江苏新能的情况类似，发行人天奥电子从多个因素方面进行了说明，亦强调了其在技术方面的壁垒，并具有涉及军品市场和国防安全等因素的特点。

## 3.密尔克卫（通过）

发行人密尔克卫与其近亲属控制的企业在主营业务上相同，且存在客户与供应商重叠，发行人重点解释了此部分重合的情况。但发行人与其被考量的关联方之间在股权与人员上均相互独立，并不存在任何程度上的信义义务冲突。

同样未采取其它解决措施的上述企业在审核结果上却有所不同，因此并不能通过某企业是否采取了解决措施判断其是否能解决同业竞争问题。然而，从上述企业的情况与审核结果的分布上，依旧可以初步观察到，当一企业与被考量的关联方之间确存在信义义务冲突，且在业务间存在商业机会转化的可能性时，不采取除出具承诺函与解释说明以外的措施，可能是较为不利的。同时，未采取解决措施但通过审核的企业，也或许可以为相似情况下的企业在解释与说明上提供一些参考。

## PART TWO

# 在横轴方向上的解决措施

---

部分解决措施的特点是，其主要针对发行人在横轴上的考量中存在的问题，从解决信义义务冲突的情况入手，试图使可能被考量的实际控制人不再存在对第二个企业的信义义务。这种情况下，当信义义务冲突不存在时，也就基本避免了发审委对其构成同业竞争的担心。

针对导致信义义务冲突存在的不同原因，这部分措施可以分为转出所持有的另一企业的股权，或辞任在另一企业中的职务这两种不同的“切断”控制人对另一企业的信义义务的方式。

### 1.转出股权

#### （1）汉嘉设计（通过）

在汉嘉设计一例中，发行人控股股东及实际控制人将浙江华安房地产集团有限公司（包括其子公司杭州西溪山庄房地产开发有限公司）、浙江城建投资发展有限公司、杭州嘉恒房地产开发有限公司、杭州嘉浩房地产开发有限公司、H.J.Property Investment Ltd.等公司的股权转让给无关联第三方。由于房地产开发业务可能被认为与发行人从事的建筑设计业务存在上下游关系，

转出这部分企业一定程度上消除了控股股东、实际控制人及其控制的企业与发行人存在潜在同业竞争或利益冲突的可能性,减少了与发行人之间的关联交易,强化了发行人的独立性。

同时,此例中,由于浙江汉嘉装饰工程有限公司与浙江汉嘉信息工程有限公司与发行人存在业务重合,在报告期后,发行人控股股东将这两个企业的股权也陆续转让给了无关联第三方。可见,在业务重合的情况下,发行人对于不存在同业竞争问题本不具有更多的解释空间,通过将转出企业给无关联第三方的方式使其与存在业务重合的企业不再属于其关联方的范畴,是为较为有效的解决方式。

### (2) 彩讯科技(通过)

发行人彩讯科技与对象企业傲天通信已存在较明显的业务重合(包括但不限于:信息安全服务、大数据服务与精准营销服务等业务)。同时,发行人在招股说明书中也对此有所陈述,“傲天科技从事的业务与发行人现有业务存在一定互补性”。因此,发行人在既已存在重合业务的情况下,选择解除或避免发行人实际控制人对关联方的控制的措施。这部分措施包括,发行人实际控制人杨良志、曾之俊将各自持有的傲天科技的股份转让给发行人彩讯科技,签署《股份转让协议书》,完成股份登记,并由资产评估公司出具资产评估报告。

### (3) 春晖智控(未通过)

发行人春晖智控的实际控制人的兄弟杨晨广在发行人任职并持股,并且曾持有一家与发行人存在业务重合的企业。本例中,杨晨广截至招股书签署日(2017年9月)仍在浙江春晖空调压缩机有限公司持股47.14%,并任该企业董事长。而该企业在2017年12月变更了法定代表人、董事长及股权结构,杨晨广不再是该企业的股东之一,而是把股权转让给了另一股东王洪明。最终,由于发行人并未将股权转让给无关联第三方,且由于发行人未披露其所有小股东的名单,亦未披露王洪明是否在发行人持股。因此,发审委最终对转出的真实性提出了疑问,这一措施因而并未起到理想的效果。

### (4) 亿嘉和科技(通过)

发行人亿嘉和科技的实际控制人朱付云曾经在其近亲属控制的企业浩德科技直接或间接持股,且发行人与浩德科技有明显的业务重合情况。在2013年至2014年,朱付云及其近亲属通过股权转让对其历史上曾投资和管理的企业就股权进行了划分。在此部分企业的股权逐渐厘清后,发行人实际控制人朱付云不再直接或间接持股浩德科技。因此,在发审时点,浩德科技仅为发行人实际控制人朱付云近亲属控制的企业,而朱付云对其并无信义义务。

## 2. 辞任董事、监事或高管职务

### (1) 彩讯科技 (通过)

发行人彩讯科技实际控制之一人曾之俊曾任关联方的董事,因此发行人实际控制人曾之俊向傲天科技董事会辞去董事职务这一措施很好的梳理了两企业间的交叉任职关系,避免了信义义务冲突,最终获得了发审委的认可。

### (2) 红星美凯龙 (通过)

此例中,发行人红星美凯龙近亲属曾经控制的八家企业的主营业务与发行人相同,发行人对于其中一家企业采取了消除近亲属对该企业的重大影响措施:“报告期内,发行人实际控制人车建兴之兄弟车国兴曾于宁波隆凯担任董事;但自2017年1月起,车国兴已不担任宁波隆凯董事,其对宁波隆凯的重大影响已经消除。”因此,在最新版招股书中,宁波隆凯并未出现在近亲属控制的企业中,即已不属于被考量的关联方之一。

### (3) 亿嘉和科技 (通过)

前述此例中,发行人亿嘉和科技的实际控制人朱付云曾经也在关联方任职董事,但在发审时点已不在浩德科技任职。因此,通过任职的解除,在发审时点,发行人亿嘉和科技与其近亲属控制的企业浩德科技在人员与股权上均已相互独立。

## 3. 分析及建议

上述企业所采取的较为有效的措施,均使得发行人在发审委审核的时点,已不存在其实际控制人或其实际控制人近亲属同时对发行人与关联企业负有信义义务的情况。相关措施主要包括转出股权和结束任职,并且由于施加控制人对企业的控制形式往往为持股并任职,这两种方式也经常是相结合的。

而在采取转让或变更企业主要人员的措施时,也要保证且能够证明该种转让的真实性。并且,由于发审委在多种情况下均体现了考量同业竞争问题的回溯视角,在转让真实性受到质疑的情况下,发行人与关联方曾经可能存在的同业竞争关系依旧会产生问题。

然而,从横轴上的关系着手,若能确实保证转让的真实性,消除信义义务冲突的情况大多数时候均不失为一种较为高效的解决方式。



---

**转出股权至无关联第三方、辞任董监高任职等措施均可使发行人在发审委审核时点不再同时负有对发行人与同业竞争考量对象企业的信义义务，从横坐标轴“控制力”关系的消减角度，若能确保转让的真实性，多数情况可获得发审委的认可。**

## PART THREE

# 在纵轴方向上的解决措施

着手于纵轴上的解决措施基本均出现于发行人与关联方处于同一控制下的情况。在不改变发行人控股股东或实际控制人的控制力及控制方式的情况下,发行人有时会采取将存在业务重合的关联方并入,或将发行人体系中与关联方存在业务重合的资产转出等方式,试图消除可能引起同业竞争问题的业务关系。但相比来说,纵轴方向上的相关解决措施可能具有更多隐患或问题,或者说对措施的完成度要求更高,且完成的难度可能更大一些。

### 1. 并入资产

#### (1) 华宝香精 (通过)

发行人华宝香精在资产重组前,其下属控股企业与发行人实际控制人控制的其他企业中均存在香精业务与再造烟叶、卷烟新材料业务,属于发行人与关联方业务范围存在重合的情况。

因此,2015年和2016年,发行人进行了两次资产整合,将部分原在发行人体系外的香精业务、食品配料业务纳入发行人体系内,从而发行人的关联方中不再存在从事发行人主营的香精业务的企业。

#### (2) 宏川智慧 (通过)

东莞宏元曾经为发行人宏川智慧的关联方之一,从事石化仓储业务,与发行人的业务范围重合。但在发审时点,发行人已经完成了对东莞宏远的股权收购,是为较有效的解决措施,发行人不再存在于关联方业务重合的问题。

### 2. 剥离资产

#### (1) 华宝香精 (通过)

类似于前述并入资产的措施,发行人对集团体系内存在的非主营且与实际控制人存在竞争的卷烟新材料和再造烟叶等业务进行了剥离,于2015年出售了浙江香缘过滤,并于2016年出售了广东金叶、生物科技、华宝千祺等12家公司以及蝙蝠基金1,000万出资额。但上述公司剥离后,除浙江香缘过滤外,其他公司仍属于控股股东或实际控制人控制的其他企业,是发行人的关联方。

因此,虽然发行人华宝香精采取的上述措施解决了发行人与关联方的业务重合的问题,但对于以其它方式(如上下游产业)相联系的关联方业务,如从发行人体系内剥离但仍存在于发行人实际控制人控制的企业内的烟草业务与香原料业务,发行人因而也同时详细解释了其与关联方不构成同业竞争的事实,获得了发审委的认可。

## （2）航天模塑（未通过）

航天世源原为发行人航天模塑的子公司，报告期内发行人的金属件产品均为航天世源生产，为解决发行人与关联方在金属汽车零部件生产上的业务重合问题，发行人于2016年7月将持有的航天世源41%股权转让给了控股股东四川航天集团。发行人航天模塑亦采取了股权转让的方式将其体系内与关联方之间存在的重合业务转出，但由于发行人主营业务（塑料汽车配件）与所转出的在关联方中存在业务（金属汽车配件）之间可能存在替代性，发行人依旧存在较大的可能构成同业竞争的问题待说明，最终未能获得发审委认可。

## （3）常州恐龙园（未通过）

本例中，由于发行人常州恐龙园的关联方中存在酒店业务的经营，为避免业务范围的重合，发行人于报告期内将筹建中的酒店业务转让给了另一关联方恐龙城实业。然而，如发审问题所问及的，这一措施却反而涉及出所转出的业务是否影响发行人业务独立性的问题。而发行人在招股说明书等材料中也未能很好地解释这一问题，在发行人筹建酒店的目的是“向中华恐龙园的游客提供住宿便利”的情况下正说明了转出业务与发行人业务的关联性，或者说这一转出业务原本属于发行人所提供服务的一部分。

因此，将与发行人主营业务不同的业务转出和将与发行人主营业务相同的业务并入虽是试图避免同业竞争的两种思路，但此做法只能避免发行人与关联方中存在该相同业务，而对于彼此具有关联性的业务，还依旧需要其它措施或说明。

## 3. 停止相关业务的经营：重数传媒（未通过）

发行人与实际控制人控制的其他企业的业务范围均包括广告业务，依据发行人在招股说明书中的说明，为了消除同业竞争情况，发行人停止了与关联方从事业务相同或相似的传统广告运营业务，转而只从事新媒体广告运营业务。

但发审委进一步针对传统广告运营与新媒体广告运营的定义与区分提出了问题，对此发行人在招股说明书中未进行更多的说明。

另一个可能存在的问题是，发行人在报告期内的广告业务曾同时包括新媒体广告与传统广告，即发行人曾经也从事传统广告业务，只是目前不再从事这一业务。但这说明了发行人已经具有开展这一业务的基本技术、所需经验和经营能力，发审委也许有理由认为，发行人可以在基本不改变固定成本的情况下再次从事这一业务，如此则增加了商业机会转换的可能性。这也是停止相关业务经营这一措施自身可能存在的不足。

## 4. 分析及建议

由上述企业的措施及效果可见，着手纵轴上的考量，针对可能引起同业竞争问题的业务关系采取转出或并入的资产整合的措施，最主要的不足是其

作用只限于解决发行人与关联方之间存在的完全相同的业务。并且,由于这一措施一般发生于同一控制下的企业之间的业务或资产整合,发行人转出的资产也很少转出至无关联第三方,而是存在于发行人关联方的业务范围内。因此,即使发行人可以完成度高地消除业务重合的情形,依旧会存在发行人与关联方之间存在包括但不限于以上下游关系相联系的业务关系待解释。

同时,发行人在试图解决业务重合问题时也应注意,若采取并入或转出的方式,还应保证已关注到体系内的所有重合业务。若并入某一关联方业务后,关联方中还存在其它从事该业务的企业;或转出某一业务后,发行人体系内依旧存在其它从事该业务的子公司,则依旧无法解决这一问题,在有些情况下,甚至还会导致更多的业务重合问题。

## PART FOUR

# 同时作用于两个轴向上的措施

---

### 1. 委托经营：红星美凯龙（通过）

发行人红星美凯龙近亲属控制的企业中,有七家企业的主营业务与发行人相同,均为“家具商场经营”,并且这部分企业仍存在使用发行人名号的情况。

发行人对此采取了较为特殊的解决措施:将相关企业中与发行人从事相同业务的企业委托发行人经营管理。由于在这一情况中,尽管被考量对象为发行人实际控制人亲属控制的企业且发行人在关联企业未曾持股或任职,但关联企业由于使用发行人的名号,在事实上无法成为与发行人完全独立的企业。因此,针对此特殊情况,发行人采取了将关联企业委托发行人管理的方式,没有具体针对横轴或纵轴上的考量,但最终综合解决了两个轴向上的问题。

### 2. 注销关联企业

#### (1) 汉嘉设计（通过）

针对可能被认为与发行人汉嘉设计从事的业务存在上下游关系的房地产开发业务,发行人除了将部分从事该业务的关联方转出至无关联第三方外,也对部分从事此业务的关联企业进行了注销。

## (2) 科华控股（通过）

发行人科华控股从事涡轮增压器的生产业务，控股股东和实际控制人控制或曾经控制的其他企业共有三家，目前存在的有一家企业，从事实业投资业务；另外曾经存在的两家均从事铸造材料制造的企业与发行人之间可能存在业务范围的重合，但在发审时点均已注销，因而此部分企业并未被发审委问及。

## PART FIVE

# 出具避免同业竞争的承诺函

目前所考量的每一家发行人的招股书中均包含关于避免同业竞争的承诺函，总体上看，其承诺的方式大同小异，主旨均为“承诺关联方与发行人之间不会存在同业竞争”。然而，各发行人的招股说明书中呈现的出具承诺函的主体却有所不同。同时，部分承诺函还起着配合发行人所采取的措施的作用，其效果可能会更加明显，内容也有所特点。下文将简要呈现承诺函的上述两种特征，而对于更加复杂和尚未明确的承诺函效力问题，目前暂不在此展开讨论。

### 1. 出具承诺函的不同主体

#### (1) 发行人实际控制人、股东或董监高人员出具承诺函

大多数情况中，发行人实际控制人、控股股东、主要股东、一致行动人或董监高会出具避免同业竞争的承诺函，向发行人承诺其控股或参股的其他企业不会从事与发行人从事的主营业务存在竞争的业务<sup>27</sup>。上述人员实际上既已存在不同程度的信义义务冲突的情况，其通过承诺函的形式承诺其负有信义义务的其他企业不会与发行人形成同业竞争。这类主体出具的承诺函几乎出现在所有招股书中，其中在同业竞争问题上有较突出的问题的企业可能同时亦有以其它主体出具的承诺函。

#### (2) 发行人实际控制人近亲属出具承诺函：红星美凯龙

除发行人控股股东及实际控制人出具承诺函外，红星美凯龙实际控制人关系密切之家庭成员车建林、车建国亦分别出具承诺函，主要说明了其控股或参股的从事家居商场经营的企业与发行人签订了委托经营管理合同，并承诺其二人及其直系亲属将不会以任何方式从事家居商场经营的相关业务。

<sup>27</sup>以此种形式出具承诺函的企业包括但不限于：彩讯科技、春晖智控、常州恐龙园、科华控股、航天模塑、通领科技、重数传媒、天奥电子、汉嘉设计、密尔克卫、博拉网络、华宝香精、天津立中、国金黄金、钜泉光电、山东玻纤、宏川智慧、迪普科技、红星美凯龙和海宁中国。



### (3) 被考量的关联方出具承诺函

#### A.江苏新能(通过)

江苏新能控股股东控制的其它两家在名称上与新能源相关并因此被发审委问及的企业,通过企业出具承诺函的形式,说明了其并未从事过可能与发行人业务构成竞争的新能源发电业务,并承诺将来亦不会开展可能构成竞争的业务活动。因此,江苏新能这两家企业由于实际并未开展新能源发电业务,其承诺函也主要起到了解释说明这一点的作用。

而江苏新能控股股东控制的另一家在名称上体现为从事风力发电业务并被发审委问及的企业大唐滨海,由于其确为从事新能源发电业务,与发行人的主营业务范围存在明显重合。因此针对这一企业,是由发行人控股股东出具承诺函,承诺在未来一年内对外转让其持有的大唐滨海的所有股权。

#### B.海宁中国(未通过)

海宁中国被考量的对象企业宏达控股是发行人的第一大股东,但未被认定为实际控制人或控股股东。因此,除控股股东、实际控制人和其它主要股东出具承诺函外,海宁中国被考量的对象企业宏达亦出具了承诺函,承诺宏达控股及其控股或参股的其他企业与发行人不存在同业竞争。

### (4) 发行人实际控制人控制的其他(非考量对象)企业出具承诺函: 迪普科技(通过)

发行人迪普科技除由其控股股东及实际控制人郑树生出具了避免同业竞争的承诺函外,郑树生控制的其它两家企业之一、同时是为发行人持有5%以上股份的股东思道惟诚亦出具了避免竞争的承诺函。然而被发审委在同业竞争问题中问及的发行人实际控制人控制的另一家企业宏杉科技并未出具承诺函。

### (5) 发行人与关联方共同出具双向承诺函:亿嘉和科技(通过)

与目前观察到的其它发行人出具承诺函的形式均有不同的是,发行人亿嘉和科技与被考量的关联方浩德科技双方及其实际控制人出具了双向的共同承诺。<sup>28</sup>

这一承诺函的特殊形式可能主要出于发行人与关联方在业务范围上存在明显重合的情况,发行人因此通过双向承诺的形式说明其与关联方虽然均从事维保、运维服务,但其涉及的领域不同,即承诺二者从事的相同业务所服务的市场不同,因此不存在同业竞争问题。最终,发行人亿嘉和科技能够顺

<sup>28</sup>其承诺函内容包括:

“出于谨慎性原则考虑,为避免浩德科技及其控制的公司(包括未来成立的一方控制的公司,下同)与亿嘉和及其控制的公司间在未来经营过程中产生新的或潜在的同业竞争情况,双方及其实际控制人共同承诺:

“……维保、运维服务方面,虽然亿嘉和及浩德科技从事不同性质的运维业务,但由于“运维”概念较广,运维范畴内的业务类型众多,为清晰界定各自的业务范围,彻底杜绝未来业务发展中产生同业竞争的可能性,在二者均从事带有运维性质的业务时,浩德科技承诺所开展的所有类型运维业务均与主业相关,即只从事与数据中心IT基础设施与整体运行环境相关的运维服务,以及轨道交通领域的运维服务,不涉及其他领域的运维业务;亿嘉和承诺所开展的带有运维性质的服务,将不会涉及数据中心IT基础设施与整体运行环境相关的运维服务,以及轨道交通领域的运维服务。”(下划线为笔者添加)

利通过可以说与其特殊的双向承诺函也有一定关系。

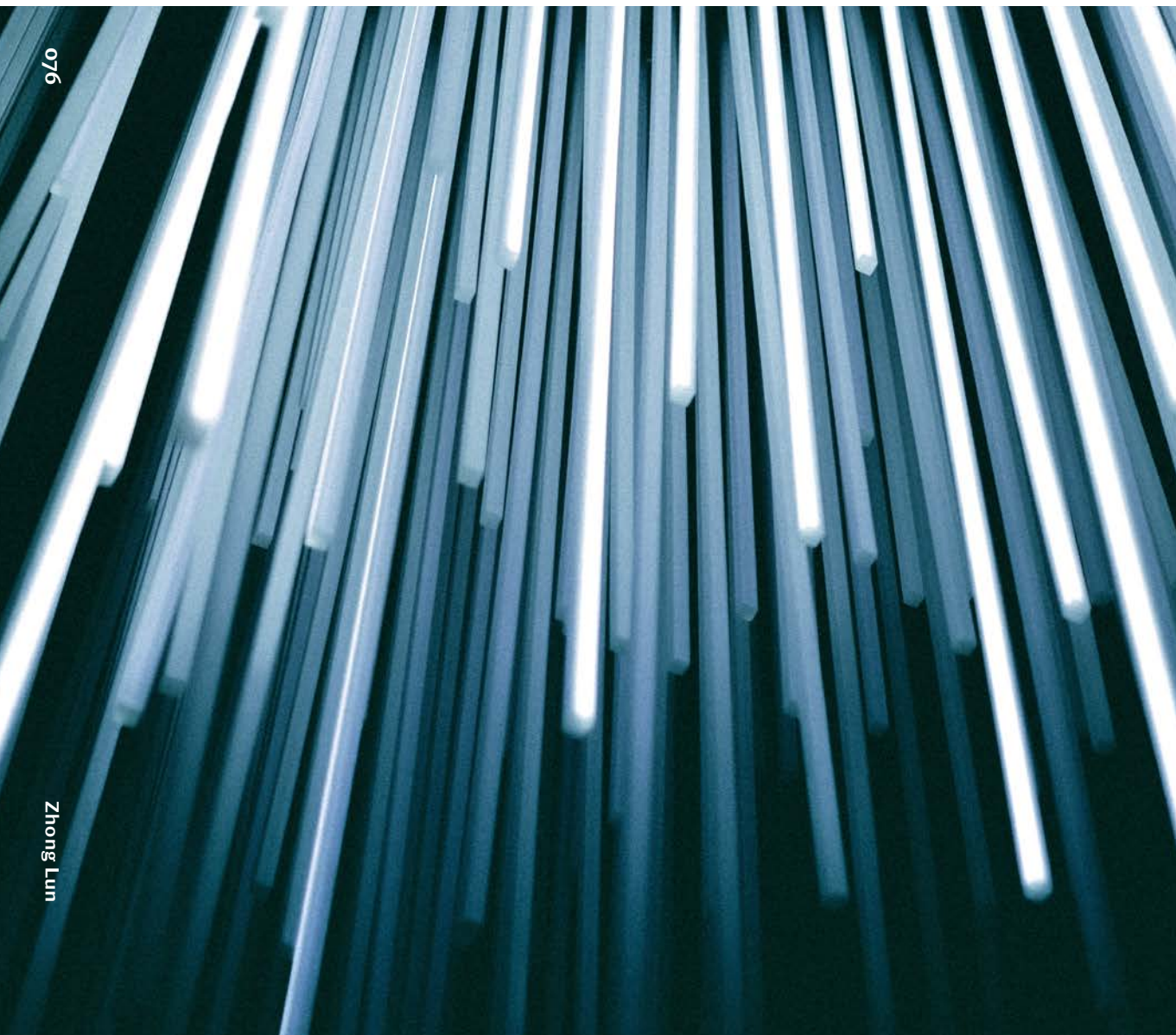
## 2.在发审时点已履行的承诺函

在承诺函履行方面,彩讯科技、宏川智慧、红星美凯龙三个发行审核案例中均出现了在发审时已具体履行完毕的承诺,而这三家企业最终也都获得了通过。

其中,彩讯科技的实际控制人杨良志和曾之俊在未完成股权转让时分别出具了承诺函,并承诺将持有的对象企业傲天科技的股份转让给第三方,转让的完成也实际上厘清了股份交叉和信义义务关系,有利于过会。而发行人宏川智慧在完成对东莞宏远的收购前,东莞宏远及其股东宏川能源和发行人实际控制人林海川亦共同对股权转让和避免同业竞争作出了承诺。而红星美凯龙一例中,实际控制人近亲属出具承诺函说明了其控股或参股的从事家居商场经营的企业与发行人签订了委托经营管理合同,其不再从事相关业务。在发审时点,相关的七家企业均已委托发行人经营管理。因通过委托关系解决了同业竞争问题,最终获得通过。

# 07

## 后记： 技术综述与展望



在人工智能和大数据分析被广泛应用于各个领域的浪潮下，在法律领域，输入合同以提取条款、对比归类、最终生成条款等技术已有诸多应用。然而，基于固定模板建立知识库进行类型化的语言、条款输出这一模式背后的核心是条款文意的理解和智能分类，而这一理解与分类过程往往要依靠人工手段由律师进行判断。而人工的理解和分类判断耗时耗力，不断出现的法律法规变化和法律服务应用发展也使问题更加复杂。由此，我们希望借本项目之机，以IPO中的同业竞争问题这一影响因素和认定标准均不确定的实务问题为范本，尝试对公开信息进行自动化的大数据收集和挖掘，探索当前智能语义分析工具的运用在文意理解与分类方面的能力边界。

经过本项目的尝试，我们认为当前阶段NLP智能语义分析（在无完善的知识图谱时）具备提取、分割、识别出个别关键词语的能力，能够在较大样本容量时得到语词和其出现的语境的关联、语词的出现与某一特定结果出现的关联，但是尚难以智能化地跨越语词和背后语义的鸿沟而在不加入主观价值判断的基础上进行有规律地归纳。然而，技术虽有局限，语义分析等工具的运用对律师行业所可能带来的冲击确不可小视。大数据收集、挖掘与关键词判断技术虽然不能直接的替代法律专业人士在脑中通过积累建立分析框架、根据新信息更新分析框架的过程，但是确可以极大缩短经验积累所需的时间，从而在相对较短（当前技术下数据分析、处理所需投入的绝对时间仍然较长）的时间内为分析框架形成提供所需的“素材”与“灵感”。

不积跬步无以至千里，我们相信，对IPO中的同业竞争问题展开新技术的探索与应用虽只是一小步，通过不断的技术革新与方法完善，未来语义分析工具对于辅助律师判断将会大有帮助。

**The life of the law has not been logic, it has been experience... In order to know what it is, we must know what it has been, and what it tends to become. We must alternately consult history and existing theories of legislation. But the most difficult labor will be to understand the combination of the two into new products at every stage.**

**— Oliver Wendell Holmes, Jr.**



---

## 研究报告项目组成员

---

熊川

张炯

龚乐凡

游千里

贾雨桐

---

本项目组感谢陈利民律师对本研究项目的建议和指导，感谢灵玖中科软件（北京）有限公司提供技术支持和数据服务，感谢刁远为本报告做出的贡献。



姓名/ 陈利民  
岗位/ 合伙人  
EMAIL/ chenlimin@zhonglun.com  
部门/ 资本市场部  
办公电话/ +86 755 3325 6900  
专业领域/ 证券组;金融产品组;收购兼并组  
分所/ 深圳办公室



姓名/ 熊川  
岗位/ 合伙人  
EMAIL/ xiongchuan@zhonglun.com  
部门/ 资本市场部  
办公电话/ +86 10 5957 2274  
专业领域/ 证券组;收购兼并组;诉讼仲裁组  
分所/ 北京办公室



姓名/ 龚乐凡  
岗位/ 合伙人  
EMAIL/ lefangong@zhonglun.com  
部门/ 资本市场部  
办公电话/ +86 21 6061 3608  
专业领域/ 基金组;房地产交易组;税务理财组  
分所/ 上海办公室



姓名/ 张炯  
岗位/ 合伙人  
EMAIL/ zhangjiong@zhonglun.com  
部门/ 房地产和基础设施部  
办公电话/ +86 10 5957 2223  
专业领域/ 建设工程和基础设施组;基金组;对外投资组  
分所/ 北京办公室

## 免责声明：

---

本报告使用的数据和资料均来自公开渠道。本报告分析过程及结论系本报告课题研究参与人员对公开数据及资料所做出的客观陈述及独立分析解读，不构成对相关数据和资料的真实性、准确性、完整性等的确认、承诺或保证，也不代表中伦律师事务所官方立场或意见。

本报告任何内容不构成法律、投资等专业建议，对任何因直接或间接使用本报告内容造成的损失或其它损失，课题研究参与人员及中伦律师事务所不承担任何责任。

未经中伦律师事务所事先授权，任何机构和个人不得对本报告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，不得对本报告进行有悖原意的删节或修改，并需注明出处。

任何机构或个人使用本报告内容，即视为已完全知悉理解，并接受本声明全部内容。





中伦研究院出品