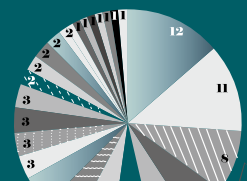


INVESTOR JOURNAL WEEKLY ◆ 值得相信

投资者报



【人物 P30】

164家“独角兽”领头羊群像
93%男性闷声唱主角

www.investorchina.cn

2018年第13期

总第515期·2018年4月2日—2018年4月8日

全国统一刊号: CN43-0023·邮发代号: 1-360

定价: 8元

银行大补血

年年缺血年年补。几经起伏, 2017年末, 中国商业银行的资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别达到13.65%、11.35%、10.75%, 处于历史较好水平。但喜忧参半, 资本结构质量的失衡令各家银行不得放松丝毫警惕。在外部监管压力和内部资本需求的双重作用下, 如何提高资本充足率和资本使用效率, 加强风险防控, 成为2018年银行资本新规“落地年”的新课题

【封面报道 P5-10】



请扫描二维码关注
《投资者报》官方微信



请扫描二维码关注
《投资者报》新浪微博

M90 B20 DP 11 ancc4305



6 951141 900015 >

订阅专线: 010-84258228



- President**
Liu Shabai

Editor
Zhao Li

Vice President
Chen Hui

Managing Editor
Chen Yuandi

General Manager
Ding Kun

Deputy Editor-in-Chief
Wang Yang Hu Shan Hai Chuan
- Copy Editor/Reporter/Researcher**
Pan Ying Wu Yue Xiang Jinjing Zhang Shiyu
Zhou Yueming Pan Yichun Liu Luyang
Zhang Haiyun Lian Jie Chang Yang
- East China Centre Reporter**
Zhan Xin Qin Jian

South China Centre Reporter
Yan Jun
- New Media Centre Director**
Gao Fangfang Zhang Qinfang

Network Copy Editor
Meng Jian Zhang Wangdong

IT Director
Jiang Jun
- Publishing Centre Director**
Wang Jiwei

Art Editor
Li Xiaolin Zhang Jing
- North China Chief Representative**
Wei Qinggai

Sales Manager
Wang Tingting

South China Chief Representative
Zhang Ge

Sales Manager
Zheng Tingyun

East China Chief Sales Manager
Huang Fei
- H.R. Manager**
Bu Lin

Public Affairs Manager
Zhang Wanting

• 2018年4月2日~2018年4月8日
• 32 版
• www.investorchina.cn

社长
刘沙白
总编辑
赵力
副社长
陈辉
执行总编
陈元地
总经理
丁琨
副总编
汪洋 胡珊 海川

编辑/记者/研究员
潘颖 吴悦 向劲静 张诗雨
周月明 潘亦纯 刘露扬
张海云 连婕 常阳

华东中心记者
占昕 秦剑
华南中心记者
闫军

新媒体中心主管
高方方 张琴芳
网络编辑
孟建 张旺东
技术主管
江骏

出版中心主管
王继伟
美编
李小琳 张景

华北经营中心首席代表
魏青改
销售经理
王婷婷
华南经营中心首席代表
张戈
销售经理
郑婷匀
华东经营中心销售经理
黄菲

人力资源经理
步琳

公共事务经理
张晚婷

本报法律顾问：上海市锦天城律师事务所 何年生
本报所刊专栏作者文章仅属个人观点 不代表本报立场 转载本报内容请注明出处
市场有风险，投资须谨慎



《投资者报》报社地址：北京市朝阳区望京阜通东大街1号望京SOHO写字楼110809室
邮编：100102 编辑部电话：010-84258228 传真：010-64200512
电子信箱：tzzb@investorchina.cn 读者服务热线：010-84258228
印刷厂：廊坊市旭日源印务有限公司
广告许可：4301002013000048 广告部电话：010-84258228
华南经营中心：0755-82775878
开户银行：中国民生银行北京和平里支行 开户单位：投资者报社 账号：0126014140001019
零售价：8元
主办：湖南广播电视台 出版：投资者报社 全国统一刊号：CN43-0023 邮发代号：1-360

封面报道 Cover Story



年年缺血年年补。几经起伏，2017年末，中国商业银行的资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别达到13.65%、11.35%、10.75%，处于历史较好水平。但喜忧参半，资本结构质量的失衡令各家银行不得放松丝毫警惕。在外部监管压力和内部资本需求的双重作用下，如何提高资本充足率和资本使用效率，加强风险防控，成为2018年银行资本新规“落地年”的新课题

详见 P5-10

- P8

上市银行再融资超4000亿
资本补血给养并规模大赛
- P9

17家中小银行A股IPO排队急补血
- P10

包商银行资本充足率业内垫底
融资大补血需求告急

机构 Institution

「券商」
“独角兽”A股IPO带来80亿承销蛋糕
券商将进入新一轮较量
“独角兽”IPO以及中概股回归带来的机遇，为券商下滑的投行业务带来新的增长预期，谁能分得更多蛋糕还看“内功”

11

「新金融」
中小互金平台卖身价一路走低
红岭创投低价收“壳”谋合规
估值考量从成交量到待收金额再到盈利，中小平台“卖身”价格在一路走低

12

「特别企划」
凤凰金融：国际化发展应与时俱进
做好全球华人市场的服务者
在凤凰金融的理念中，上市是资本层面的事情。公司认为业务层面的发展比资本运作更为重要。为此，公司加码金融交易安全建设，并以多元化战略部署来实现国际化布局

13

宁波银行2017年五新好评：
资产质量新优 资产规模破万亿
宁波银行持续深化的多利润中心建设为该行业转型带来了新动能，随着核心竞争力的逐步显现，公司稳健经营能力显著增强，发展后劲越来越足，资产质量与效率不断优化

14

「投行观潮」
中美贸易冲突：是“摩擦”还是“战争”
花旗预计，即使对价值600亿美元的中国商品征收45%的关税，也仅会使中国的GDP增速下降0.23个百分点

15

基金 Funds

一季度超八成权益类基金亏损
医药主题接棒消费的内在逻辑
抱团消费板块成为业绩拖累，一季度权益类基金超过八成亏损。不难看出，市场仍呈现结构性行情，估值合理的医药板块前景被看好

16

基金经理普遍资历不够“老到”
中信建投基金换股频繁业绩疲弱
中信建投基金经理平均任职年限仅为1.81年，9位基金经理中，仅有3位任职超过3年。整体投资能力不强造成产品业绩缺乏竞争力，今年以来平均收益率仅为-0.08%

17

「基金看市」
基金称找出高回报优质股
玩转资本市场的“新宠儿”
市场的上涨主要来自企业利润的实际增长，而投资的本质就是发现优质公司，以及有成长空间、可以获得超额收益的好股票

18

公司/产业 Company/Industry

盛传阿里京东回归正酣
A股“独角兽”迎来严考
最近，“独角兽”、CDR都成为“两会”议论的高频热词，作为中国鼓励新经济发展的政策之一，CDR有望为“独角兽”企业孕育一片更肥沃的生长土壤

19

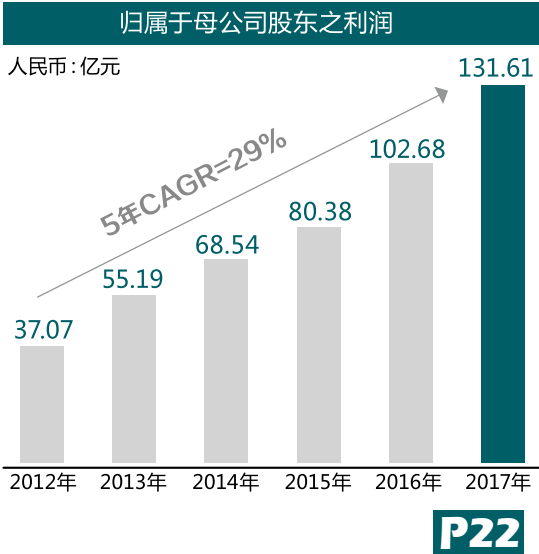
“零食第一股”利润跑哪了
来伊份电商短板亟待补足
来伊份最大的优势是门店，电商则是其短板，但如今零食的消费人群购买思维发生变化，基本上集中在电商渠道，这种消费习惯的改变对来伊份是一大挑战

20

唯一央企影视上市公司或易主
华录百纳将走向何方仍是谜团
影视文化产业近年来成为资本追捧的对象，这个行业看似资金门槛并不高，实则需要大量的专业化人才，在越来越多的资本大佬入局后，让影视业的生态已经悄然发生了变化

21

复星国际2017业绩亮眼刷屏
步步为营背后产业扩张杀手锏
探究业绩高增长背后的发展脉络和逻辑，在复星的眼中，都缘于这个世界发生了深刻的变化，以及复星自身积累的丰富的实践经验、扎实的资产基础和人才基础



上市房企2017年报大比拼
龙头举债拼规模日益激烈
在当前房地产发展马太效应的驱动下，不当龙头似乎极难生存，因此众多房企更多是高比例举债，加速扩张。从已经发布了年报的上市房企中，可以更清楚地看出这一趋势

23

华昌达暴跌背后迷雾
实控人欠债30亿海外“看病”
在债务危机、重组失败曝出之前，大股东已经有序地安排了开具国外医院诊断证明、辞去董事会所有职务、离婚分割财产、离境等事宜

24

「公司调研」

现代制药收购威奇达之殇
2017年度，现代制药斥巨资收购的两家公司合计完成的业绩不足业绩承诺总额的50%，在惨淡业绩的背后，神秘人韩雁林成为一个最大的获益者

25

「并购重组」

解密恒逸石化“近亲”并购
关联方或成最大受益者
恒逸石化通过关联并购，控股方或成最大受益者令市场担忧。近几年来，二级市场“近亲通婚”的案例频发，交易结构基本形成了一种套路，同时伴随较大的对赌协议履约风险

26

2017年报解读：A股房企营收排行榜
据Wind数据，截至3月30日，128家A股房企中已有49家发布了2017年年报。《投资者报》记者截取了前20家房企业绩、负债、股价涨跌幅等数据，供投资者参考

27

「特别企划」

国信证券获批“双创债”破35亿元
助力大众创业万众创新
国信证券作为主承销商累计获批的创新创业公司债券总金额已达35亿元，连续获得突破

27

世茂2017年报解读：
后千亿时代打造持续发力

28

华夏幸福业绩再创新高
产业新城业务大放异彩
在中国经济从高速增长到高质量增长的转型阶段，产业新城以其成熟的模式、成功的经验成为区域经济发展的有效抓手，华夏幸福正是这一发展模式的领跑者

29

人物 People

164家“独角兽”领头羊群像
93%男性闷声唱主角

30



扫描二维码可直接订阅



订阅直通车



请扫描二维码关注
《投资者报》官方微信



请扫描二维码关注
《投资者报》新浪微博

《投资者报》网站：<http://www.investorchina.cn/>
新浪官方微博：<http://weibo.com/u/1393100891>
腾讯官方微博：<http://t.qq.com/tzzb2008>
博客地址：<http://blog.sina.com.cn/u/1393100891>



银行大补血

- 年年缺血年年补。几经起伏，2017年末，中国商业银行的资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别达到13.65%、11.35%、10.75%，处于历史较好水平。但喜忧参半，资本结构质量的失衡令各家银行不得放松丝毫警惕
- 强监管下，商业银行发展由“拼规模”向“拼资本”转变，业务与资本指标密切相关，在外部监管压力和内部资本需求的双重作用下，如何提高资本充足率和资本使用效率，加强风险防控，成为2018年银行资本新规“落地年”的新课题
- 就当前数据来看，绝大部分商业银行资本充足率在2018年年底能够达标，但不可否认，商业银行内源资本补充仍显不足，多数外部资本补充工具较为单一。在监管趋严背景下，商业银行资本补充压力逐步加大，特别是中小银行外部资本补充工具非常有限，存在不合规风险
- 从银监会下调拨备红线，推行“一行一策”差异化监管，到五部委发文鼓励创新，积极引导商业银行完成资本充足率达标，业内认为，部分创新型资本补充工具的出现，有望让商业银行外部资本补充压力得到一定缓解

《投资者报》记者 占昕

一边是监管政策的松绑支持，一边是银行花式补血的欲言又止。

根据银监会资本新规过渡期安排，到2018年底，系统重要性银行资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别不得低于11.5%、9.5%和8.5%，其他银行在这个基础上分别少1个百分点（见表1），这促使近年不断提速的银行补血进入最后冲刺阶段。

不限于IPO、可转债、定增、优先股、二级资本债、资本补充债券等创新工具等方式，2018年开年至今，银行花式补血层出不穷。由于从2013年逐步实施新《巴塞尔协议》开始，过渡期内银行的资本充足率逐步提高，所以银行资本补充压力也在逐步增大。

但市场上并不都是坏消息，监管政策的松动为银行对抗现实困难带来曙光。

表1: 过渡期内分年度银行资本充足率要求

银行类别	项目	2013 年底	2014 年底	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年底
系统重要性银行	核心一级资本充足率	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%	8.1%	8.5%
	一级资本充足率	7.5%	7.9%	8.3%	8.7%	9.1%	9.5%
	资本充足率	9.5%	9.9%	10.3%	10.7%	11.1%	11.5%
其他银行	核心一级资本充足率	5.5%	5.9%	6.3%	6.7%	7.1%	7.5%
	一级资本充足率	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%	8.1%	8.5%
	资本充足率	8.5%	8.9%	9.3%	9.7%	10.1%	10.5%

数据来源：公开资料整理

2月28日，银监会下发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》（以下简称“7号文”），明确将商业银行拨备覆盖率监管要求由150%调整到120%~150%，贷款拨备率监管要求由2.5%调整到1.5%~2.5%；并在调整区间内按照“同质同类”“一行一策”原则，明确银行贷款损失准备监管要求。对此，业内认为，这除了加速银行不良释放与核销外，一定程度上对资本补充起到间接作用，但由于需结合现场、非现场检查情况，给出差异化拨备达标要求，不确定性高，所以利好落实到对核心一级资本的贡献尚无法估计。

随后，“一行三会”等多部委联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》（以下简称“《意见》”），进一步支持商业银行拓宽资本补充渠道，提出支持资本工具创新、拓宽资本工具发行渠道、增加资本工具种类、扩大投资主体范围、改进资本工具发行审批工作等方面的意见，提升银行体系稳健性。

那么，银行资本充足率指标的真实情况究竟如何，哪些公司徘徊在危险的边缘？它们将如何融资？还原银行补血的背后，银行的小动作也正透露出它们的秘密。

压力: 补血混战 分化加剧

根据Wind不完全统计，近200家银行数据

显示，截至2017年6月底，全国仍有49家银行资本充足率在12%以下，86家银行一级资本充足率在10%以下，39家银行核心一级资本充足率在9%以下。

它们当中，有的三项资本充足率指标虽然在监管红线之上，但腾挪空间有限；有的逼近监管红线，贴地飞行；还有个别时间点落在红线之下，有不达标的合规风险，相互之间分化严重。

以包商银行为例，截至2017年6月底，其资本充足率、核心资本充足率、核心一级资本充足率分别为：9.49%、7.33%、7.33%。以2016年底过渡期要求比照，该行资本充足率、一级资本充足率均低于最低要求的9.7%和7.7%，不达标；如以2017年底过渡期要求比照，上述两项数据依旧不及相关要求的10.1%和8.1%，依旧存在不合规风险。

同样，上市银行依旧会存在此类问题。例如2017年三季度末，北京银行核心一级资本充足率7.9%、一级资本充足率8.95%，江苏银行一级资本充足率8.63%、资本充足率10.95%，南京银行核心一级资本充足率7.91%，甘肃银行一级资本充足率8.55%，均逼近监管要求的下限。

“资本充足率指标接近监管红线，短期规模扩张将受资本金制约，一般银行方面会积极改善。”某资深金融人士表示。

南京银行相关负责人3月28日在接受《投资者报》记者采访时表示：“目前本行核心一级资本充足率并不高，正在通过非公开发行A股的方式有效补充资本，资本预期充足。本次140亿元非公开发行A股未来实施和落地后，将有效补充本行核心一级资本，助推本行加快战略转型步伐，为股东创造更多资本回报的同时，推动本行长期可持续发展。”

而江苏银行方面告诉记者，公司已在2017年11月发行2亿股优先股，补充其他一级资本199.78亿元。“过渡期内，银行严格按照监管要求，合理安排资本充足率水平，各年末资本充足率均达到过渡期后的监管标准。”江苏银行相关负责人表示，2012年以来，公司共通过发行二级资本债、公开上市、发行优先股等方式补充各级资本。除了去年发行的优先股，2014年、2016年，还先后通过发行二级资本债券补充二级资本120亿元，并通过A股上市补充核心一级资本71.29亿元。

与此同时，记者发现，北京银行、甘肃银行也在积极行动。2017年12月，北京银行通过定增实现募资206亿元；而今年1月，甘肃银行在港交所挂牌上市，称将全部上市所募款项用来补充资本金，支持业务可持续发展。

“国有大行三个层次的资本充足率均处于较高水平，资本补充的迫切性相对不高。大行债券发行空间较大，各类资本工具选择的余地

也大。城农商行介于国有大行和股份制银行之间，机构内部差异比较大，资本充足水平参差不齐。而股份制行整体资本充足状态堪忧，且部分机构核心一级资本长远看有缺口，资本（特别是含金量高的核心一级资本）补充存在一定的迫切性。此外，股份制二级资本债发行空间相对较小，这进一步限制了资本补充工具的选择。”兴业研究策略分析师郭益忻指出（见07版图1）。

改变: 创新工具有望推出

不过，通过几年不断地补血，整个银行业资本充足指标也在相应走高（见07版图2）。

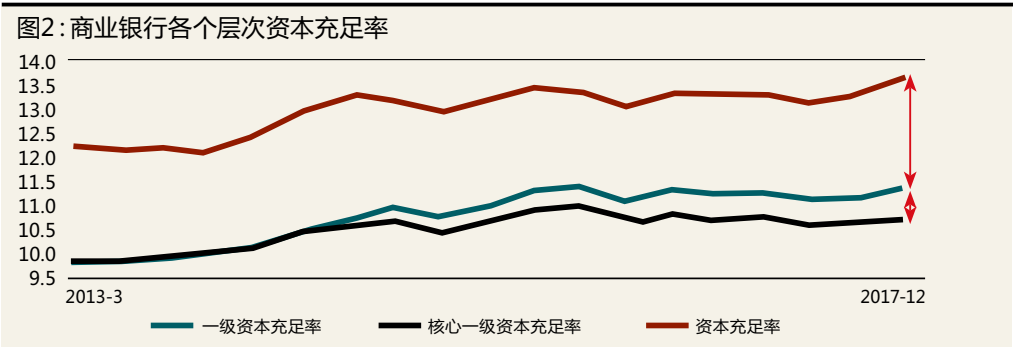
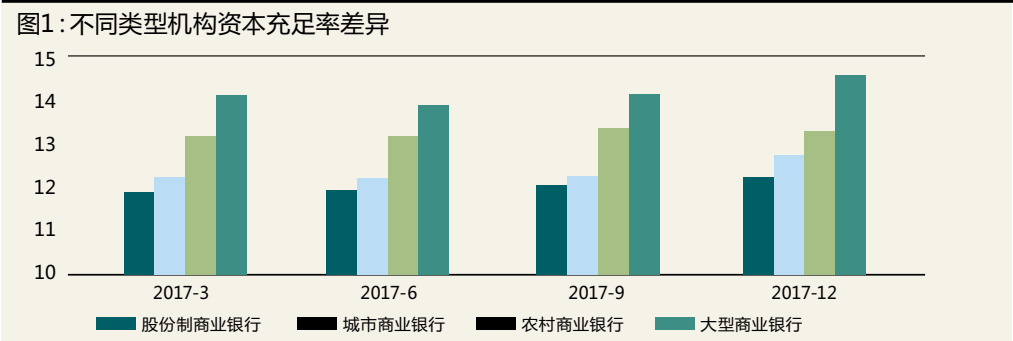
从整个银行业看，银监会发布的2017年四季度主要监管指标数据显示，商业银行核心一级资本充足率为10.75%，与上年末基本持平；一级资本充足率为11.35%，较上年末上升0.1个百分点；资本充足率为13.65%，较上年末上升0.37个百分点。但郭益忻认为，虽然目前商业银行资本充足水平较高，但资本内部结构组成不尽合理。

根据监管要求，银行资本划分为一级资本和二级资本，一级资本又分为核心一级资本和其他一级资本。根据《商业银行管理法》相关规定，补充核心一级资本的方法包括：IPO、定增、转股后的可转债，优先股可以补充其他一级资本，而二级资本债可用于补充二级资本。

“一是其他一级资本厚度不足。按照《巴塞尔协议III》和银监会的设想，其他一级资本应当达到1%。而去年四季度末实际仅有0.6%，这还是历史最好水平。这主要因为目前其他一级资本补充工具仅优先股一种，且发行人必须是上市银行。二是二级资本偏多。按照《巴塞尔协议III》和银监会的设想，二级资本较为合适的比例应控制在2%。而去年四季度末实际达到2.3%的较高水平。这可能因为一方面银行提取的拨备较为充足，超额拨备做了部分贡献；另一方面二级资本债发行门槛低，补充效率高。所以，对目前较高的资本充足水平其背后的真实质量，我们应该有更为清醒而全面的认识。”郭益忻说。

但从目前的融资工具来讲，创新仍在探索之中。“目前银行资本的补充方式主要有IPO、可转债、定增、优先股、二级资本债、资本补充债券等。但是可转债、定增只有上市银行能够开展。对于没有上市的银行来说，二级资本债、资本补充债券是更现实的补充资本方式。”苏宁金融研究院高级研究员石大龙表示。

在郭益忻看来，目前的资本补充工具各有长短：二级资本债门槛较低，发行效率较高，成本相对可控，但资本含金量较低，且受债券发行比例限制；优先股可用于补充其他一级资本，



数据来源：Wind，兴业研究

表2：不同类型的资本补充方式要素对比				
	二级资本债	优先股	可转债	增资扩股
发行期限	10年(5+5)	每5年可以赎回	6年	-
发行成本	较高	高	低	高
发行门槛	-	上市银行	上市银行	-
补充资本效率	较快	较慢	慢且有不确定性	慢
监管要求	债券发行规模限制	监管鼓励	债券发行规模限制，上市银行需要满足定增新规的要求，18个月内不得再次募集，定增发行价格有底线要求	监管鼓励

数据来源：兴业研究

含金量尚可，但发行效率一般，且由于股息支付是税后列支，成本高；可转债转股后可用于补充核心一级资本，含金量最高，但未转股之前票面利率较低，转股进程存在不确定性，受债券发行上限制约，转债转股成功与否与其估值水平关联；而IPO作为最为正统的资本补充形式，补充资本含金量最高，但募集成本最高，效率较低，且已上市银行通过定增途径补充资本还要受到期限（相邻两次不得短于18个月）、价格等方面的限制（见表2）。

正所谓“工欲善其事，必先利其器。”如何解决银行长期的资本需求？据悉，前述“一行三会”等多部委联合发布的《意见》正是讨论融资工具的创新。

据了解，《意见》主要包括四项内容：一是积极拓宽资本工具发行渠道。充分发挥境内外金融市场的互补优势，有效运用境内外市场资源，支持商业银行通过多种渠道发行资本工具，通过多种渠道稳步扩大资本工具的发行规模；二是积极研究增加资本工具种类。总结经验并研究完善配套规则，为银行发行无固定期限资

本债券、转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券和总损失吸收能力债务工具等资本工具创造有利条件；三是扩大投资者群体。在防范风险的前提下，研究社保基金、保险公司、证券机构、基金公司等机构对商业银行资本工具的投资政策，扩大商业银行资本工具的投资主体；四是简化资本工具发行的审批程序。优化资本工具发行审批流程，完善储架发行机制。

《意见》提出，商业银行应将资本补充与资本规划相结合，统筹考虑资产增值、结构调整、内部资本留存、外部环境等因素，科学合理设定资本补充计划。

对此，中金公司固收团队认为，我国商业银行目前能够在境内使用的资本工具有普通股（包括IPO、定增、配股、可转债等转股类证券转股）、优先股、减记型二级资本债（最常用、体量最大）。相对海外市场，我国商业银行在境内仍缺乏足够的资本补充手段，其中尤其缺乏的是，能补充其他一级资本的永续债，以及强制转股类的资本工具。

“海外经验表明，规模较大、资产负债表

更为健康的银行会更早地发行资本债，这与国内监管机构首先在国有大行、股份制商业银行推进资本工具创新一致，且海外的减记型工具相对于转股型工具更受投资者欢迎。”在郭益忻看来，目前二级资本相对偏厚，而其他一级资本相对不足，因而创新的方向应首先是其他一级资本债，减记型工具（减记牺牲资本债投资者保全股东）已在二级资本上有了良好的实践基础，接受度相对更高。转股型工具（转股稀释股东权益，但更利好高等级债权人）牵涉面广，个性化因素更多，推广难度更大，从简化的角度交流，减记型工具更易推广。

办法：拼资本+拼效率

“当前银行业采取各种方式补充的主要原因是资本约束压力进一步增强，尤其是在同业业务、表外业务、理财业务监管不断加强的情况下，银行资本占用的需求增加。”石大龙说。

“现在只是密集式的补血，还未到资本的集中消耗期，叠加宏观审慎监管（MPA）、表外业务回表，未来一段时间内资本压力还将持续，这也是当下银行补血忙的原因。”在业内看来，如今银行面临建立长效资本补充机制和资本有效使用机制的问题。

“资管新规即将落地，如存量非标必须入表，将带来额外的资本消耗。未来市场对银行资本要求越来越高，既要发展，又要效率，如何在发展实体经济中做到专业、集约、高效，对银行是巨大的挑战。”上述资深金融人士表述道。

“同业业务得以从无到有、从小到大，一个重要的优势就在于对资本的节约。去通道、回归信贷，本质上是风险收益逐步对等的过程，这意味着之前计提不足的资本将逐渐补上。某种意义上说，除非大幅度缩表，银行回归传统信贷的过程将是资本耗用加剧的过程。”郭益忻向记者表示。

伴随着年报的推出，《投资者报》记者发现，部分银行在严控风险的同时，开始将资本使用效率摆在重要的位置。

“截至2017年年末，公司加权平均净资产收益率为19.02%，较上年提升1.28个百分点；资本充足率为13.58%，一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为：9.41%和8.61%。同时，公司根据战略发展需要，也在2017年先后完成了100亿元二级资本债券和100亿元可转换债券的发行工作，资本的有效补充确保了公司后续的稳健发展。”宁波银行告诉《投资者报》记者，2017年度公司在强化资本预算约束的前提下，不断优化资产结构，进一步统筹经济资本配置，资本使用效率获得提升。■

上市银行再融资超4000亿 资本补血给养拼规模大赛

随着我国银行业从高增长向高质量发展换档, ROE高于规模增速有望成为一个常态, 不必高估长期资本压力

《投资者报》记者 张海云

2018年银行业对资本的渴求, 比往年来得更为猛烈。

3月26日, 银监会批复了平安银行不超过260亿元的A股可转债; 3月22日, 宁波银行募资金额不超过100亿的优先股非公开发行计划, 获得当地银监部门的批准; 3月12日, 农业银行公布A股史上最大规模的定增预案——1000亿非公开发行融资。而这仅仅是今年3月发生的上市银行的融资行为。算上这三个案例, 去年以来至少已有9家银行宣布发行可转债, 4家银行发行优先股以及3家银行增发。

《投资者报》记者统计, 上述A股上市银行通过采用可转债、优先股、增发等手段融资的规模总计超4300亿元。为什么上市银行会纷纷再融资? 巨量融资是否会影响银行股股价? 对于普通投资者来说, 又是否可以参与银行可转债的投资?

融资额超过去十年

今年是银行资本充足率达标的落地年, 加上宏观审慎监管(MPA)、表外业务回表, 银行资本约束压力进一步凸显, 各家银行早早便开始布局各种融资动作。

根据监管要求, 银行资本划分为一级资本和二级资本, 一级资本又分为核心一级资本和其他一级资本。根据《商业银行管理法》相关规定, 补充核心一级资本的方法包括IPO、定增、转股后的可转债, 优先股可以补充其他一级资本, 而二级资本债可用于补充二级资本。

IPO和可转债是当前最受欢迎的两个补充一级资本的补血工具, 定增等手段则相对受限。这一方面是因为, 再融资新规对上市公司定增时间间隔以及融资额进行了限定, 而可转债不受此限制, 申购方式也从资金申购变为信用申购; 另一方面, 可转债递延摊薄每股收益不影响当期盈利能力指标; 此外, 转股前, 可转债相当于负债端融资手段, 成本较低。

《投资者报》记者注意到, 今年以来, 宁波银行、常熟银行、江阴银行、无锡银行以及平安银行5家银行先后发布了可转债发行计划, 发行规模分别为: 100亿元、30亿元、20亿元、30亿元以及260亿元, 合计高达440亿元。

除了已经发行的可转债外, 目前在排队中的还有5家银行, 分别为: 民生银行、吴江银行、浦发银行、中信银行以及江苏银行, 分别拟发行500亿元、25亿元、500亿元、400亿元和200亿元, 待发总规模达1625亿元, 估计将会在今年实施。而过去十年, 仅有中国银行、工商银行和民生银行发行过可转债, 合计仅850亿元。

定向增发和优先股方面, 2018年以来, 上市银行中已有农业银行、南京银行和宁波银行拟通过定增计划共募资1240亿元, 建设银行、上海银行、招商银行、杭州银行通过非公开发行优先股募资的1175亿元已启动挂牌转让。

南京银行在接受《投资者报》记者采访时称, 目前本行核心一级资本充足率不高, 正在通过非公开发行A股的方式有效补充资本, 资本预期充足。本次140亿元非公开发行A股未来实施和落地后, 将有效补充本行核心一级资本, 助推本行加快战略转型步伐, 为股东创造更多资本回报的同时, 推动本行长期可持续发展。

资本充足率各家达标不一

银行巨量融资源于资本充足率承压。

据银监会资本新规过渡期安排, 到2018年底, 系统重要性银行(工农中建)需满足资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别不得低于11.5%、9.5%和8.5%的标准, 其他非系统重要性银行则是在这个基础上分别少一个百分点, 分别为10.5%、8.5%和7.5%。

以平安银行为例, 截至去年年末, 其资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为11.20%、9.18%、8.28%。其中, 核心一级资本充足率同比下降8个基点, 环比下降4个基点, 尽管符合监管要求, 但已逼近监管红线。这些年, 平安集团对平安银行不仅在业务方面统筹给予支持, 在资金方面也经常给予溢价增发, 但是由于平安银行规模扩张比较快, 内生增长较弱, 资金一直比较紧张。此次260亿元的可转债发行, 相信可以缓解一部分压力。

再比如3月26日发布年报的农业银行, 归属于母公司股东净利润1929.6亿元, 同比增长4.95%。资本充足率方面, 农行三大指标高于银监会公布的监管指标要求。即使如此, 农行仍然

计划在A股市场定增1000亿元, 用于补充核心一级资本, 以发展更多的业务。

由于目前并非所有银行都公布了年报, 我们以去年中报的数据做一个测量。Wind数据显示, 核心一级资本充足率方面, 上市银行排名倒数前三的分别为: 北京银行、南京银行和平安银行, 分别为: 7.74%、8.06%和8.13%, 这三家也都公布了融资方案。

整体融资压力可控

尽管高达4000多亿元的融资看起来是一个庞大的数字, 但是银行业整体融资压力可控, 投资者不必担心“补血潮”对于股市的抽水。

民生证券银行业研究团队在研报中表示, 资本充足程度是内生增长与规模扩张的赛跑。未来随着金融去杠杆的推进, 银行业从高速增长向高质量发展的换挡, ROE(净资产收益率)高于规模增速有望成为银行业常态, 银行长期资本压力不宜高估。

在业内人士看来, 资本充足水平的压力不仅与不良贷款有关, 更多还来自银行内部资本积累包括收益留存和税后利润留存难以支持多年来资产扩张的速度。银行业要进一步扩大规模, 保持高速发展态势, 补充资本是必然选择, 这反而对于银行的发展是一个促进作用。■

Tips:

发行可转债对股价的影响: 一般而言, 可转债价格顺应股价波动。但是可转债特定事件发生时, 会引发股价波动。从银行转债历史表现上看, 东吴证券分析师认为, 股权登记日、上市日、转股日和赎回登记日4个时间点值得关注。1) 股权登记日: 为获得股东优先配售权, 投资者在股权登记日前买入股票, 通常会造成股价上涨; 2) 上市日: 银行可转债上市日股价均出现下跌; 3) 转股日: 转股日前, 股价上涨概率较大, 但跑输行业。转股日后股价前期跑赢行业, 后期跑输行业; 4) 赎回登记日: 投资者在赎回登记日前2周左右集中转股, 快速摊薄每股收益, 对股价造成负面影响。

17家中小银行A股IPO排队急补血

目前看来,不少地方性城商行和农商行都面临着较大的资本补充压力,这将激励着未上市银行努力奔向IPO之路

《投资者报》记者 占昕

作为拓宽资本补充的根本性渠道之一,冲刺IPO成为近年来中小银行竞相努力的方向。根据《投资者报》记者统计,截至3月23日,在哈尔滨银行、徽商银行先后撤回上市申请后,A股仍有17家拟上市银行在排队等待IPO。其中,安徽亳州药都农商行于当日刚刚提交上市申请,也是今年以来首家递交A股上市招股书的中小银行。

按照银监会颁布的《商业银行资本管理办法(试行)》要求,非系统重要性银行2018年年底的核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率最低要求分别为:7.5%、8.5%和10.5%。但从目前来看,仍有不少拟上市银行的资本充足水平尚徘徊在监管边缘。

“目前来看,有若干家中小银行面临较大的资本补充压力。例如郑州银行截至2017年6月底,一级资本充足率为8.61%,比今年的监管要求仅高出0.11个百分点;截至2017年6月末,厦门银行一级资本充足率为8.86%,同样逼近今年8.5%的监管红线。这类地方性的城商行、农商行普遍面临较大的资本补充压力。”苏宁金融研究院高级研究员石大龙向《投资者报》记者表示,而这些银行均在目前的上市排队之中,有的则由港股转战A股。

个别银行一级资本告急

由于多数银行尚未披露年报数据,《投资者报》记者以2017年中报数据对上述17家银行的资本充足情况进行了分析比较。

以三项排名均为最低的威海市商业银行为例。招股书显示,截至2017年6月底,威海市商业银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为:7.99%、8.01%、11.13%。其彼时的一级资本充足率不仅低于2018年底的8.5%的监管要求,还低于2017年底的8.1%的监管要求,可谓“捉襟见肘”。

同样“贫血”的还有在港上市的郑州银行。截至2017年6月底,郑州银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为:8.59%、8.61%、12.08%,三项指标在排队银行中均位列倒数。其中,郑州银行的一级资本充足率连续两年半下降,2017年6月末的8.61%仅比今年8.5%的监管红线高出0.11个百分点。在业内看来,随着经营压力增大,赴港上市的城

A股IPO排队银行相关数据一览						
序号	公司名称	拨备覆盖率	拨贷比	资本充足率	一级资本充足率	核心一级资本充足率
1	威海商业银行	180.09	2.60	11.13	8.01	7.99
2	浙商银行	249.17	3.45	12.38	10.05	8.27
3	郑州银行	208.84	2.88	12.08	8.61	8.59
4	厦门银行	215.95	3.11	13.07	8.86	8.86
5	长沙银行	249.8431	2.84	11.96	9.02	9
6	盛京银行	166.73	2.54	12.1	9.21	9.21
7	江苏紫金农商行	245.23	4.63	13.76	9.44	9.44
8	兰州银行	200.54	3.55	12.06	9.54	9.54
9	苏州银行	204.18	2.99	12.65	9.61	9.59
10	重庆农商行	425.14	4.12	12.41	9.68	9.66
11	青岛银行	152.17	2.57	13.67	10.17	10.16
12	亳州药都农商行			12.94	10.24	10.24
13	厦门农商行	259.89	3.71	13.44	10.4	10.4
14	绍兴瑞丰农商行	200.23	3.46	12.4	10.71	10.7
15	青岛农村商业银行股份有限公司	259.86	5.02	12.89	10.75	10.74
16	西安银行			14.14	11.64	11.63
17	江苏大丰农商行	224.31	3.71	13.12	11.98	11.98
平均值		229.48	3.41	12.72	9.88	9.76

数据截至2017年6月30日

数据来源: Wind,《投资者报》记者整理

17家
在哈尔滨银行、徽商银行先后撤回上市申请后,A股仍有17家拟上市银行在排队等待IPO

商行回归A股的动因多是由于港股融资规模有限、股价偏低所致。

此外,浙商银行的核心一级资本充足率8.27%,厦门银行一级资本充足率和核心一级资本充足率均为8.86%,成为余下排队公司中此项在9%以下的银行。但遗憾的是,除了厦门银行,上述其他银行或沉默或托称各种不便,皆未回应记者关于资本充足率的问题。

中小银行IPO争“血源”

“资本不足或者不达标的最大后果是业务停滞,不能继续开展银行业务,当然一般情况下,不会出现这种情况。”石大龙说。而就目前披露的数据而言,17家拟上市银行的拨备覆盖率平均在229%,拨贷比3.4%,核心一级资本充足率9.76%、一级资本充足率9.88%、资本充足率12.72%,虽偶有贴地飞机,例如新晋拟上市行亳州药都农商行资本充足水平、客户贷款集

中度指标都曾面临过不达标的情况,去年9月末流动性比例还贴近监管标准,但大多数排队银行的相关指标仍在按部就班地达标之中。

“上市银行可通过可转债、优先股等多种方式补充资本,未上市中小银行‘补血’渠道则比较有限,主要包括向大股东定增或发行二级资本债,但仍会受到股东及补充规定的限制。”一位不愿具名的分析人士向《投资者报》记者表示,这也是多数银行都愿意谋求上市的原因之一。

厦门银行向《投资者报》记者表示,为了进一步拓展多元化融资渠道、建立持续的资本补充机制,扩大品牌影响力、提升市场竞争力,推动银行做强做大,更好地服务于实体经济,公司启动A股IPO上市工作,并于2017年11月获取了中国证监会受理函,目前相关工作正常推进,具体进程还需以中国证监会网站公开披露的信息为准。

“面对新的监管要求和业务快速发展的需要,近年来本行注重提高资本充足比率,通过内源性补充、增资扩股、发行二级资本债券等方式积极补充资本,加强抵御金融风险的能力。”厦门银行相关负责人告诉记者,去年9月,该行刚刚完成合计5亿股的定向增发工作,公司注册资本已变更至23.75亿元。此次定向增发为厦门银行有效地补充了核心一级资本,为业务发展和战略转型提供了资本支持。■

包商银行资本充足率业内垫底 融资大补血需求告急

随着监管层对于同业业务的整治,包商银行对资本的渴求会越来越强烈。如果今年不能有效补充资本,其核心一级资本充足率将明显低于监管指标

《投资者报》记者 张海云

受困于资本充足率的限制,去年以来很多银行都在努力寻求各种融资方式进行补血,包商银行应该是其中一员。

《投资者报》记者发现,在众多银行内,包商银行补充资本的压力非常大。Wind数据显示,包商银行的核心一级资本充足率逐年降低,2014年至2016年分别为:10.58%、9.33%和9.07%,到2017年年中甚至降至7.33%,在百家中排名倒数第二,明显低于2018年需要达到的监管标准。

包商银行面临的必要任务显然不止于此。去年11月份,大公国际资信评估有限公司还将

市商业银行,2007年9月经中国银监会批准更名为包商银行。

目前,包商银行在内蒙古自治区内的包头、赤峰等14个区域,以及自治区外的宁波、深圳、成都、北京设立了18家分行、291个营业网点(含社区、小微支行)。此外,包商银行发起设立了包银消费金融公司,设立了小企业金融服务中心,发起设立了北京昌平、天津津南、江苏南通、大连金州、四川广元、贵州毕节、吉林九台、河南鄆城、山西清徐等29家村镇银行。

从2016年前过往的成绩来看,包商银行可以说是城商行里的“新星”,发展迅速。2016年总资产为4316亿元,全国排名39位,而2010年公司总资产刚破千亿元,平均每年增长46%;净利润也从2010年的17.5亿元增长到2016年的42亿元,平均每年增长23%。

但是从去年开始,包商银行净利润出现了下滑。公开数据显示,2017年1~6月及1~8月,包商银行营业收入同比分别减少3.2%和3.9%,净利润同比分别下降10.7%和14.5%,财富创造能力呈现出加速下降趋势。

不仅如此,就连一直让包商银行引以为傲的互联网金融业务也不如人意。包商银行2014年确立了数字银行的发展战略,其战略布局从互联网个人理财平台调整为互联网银行,同时为互联网B端和C端用户提供多元化的服务。

2014年6月,包商银行推出线上个人理财平台“小马Bank”,但遗憾的是因长期无新标,导致业务停摆,“小马Bank”最终被关闭。此后公司推出有氧金融APP,对外宣传直销银行2.0版本,继续发展直销银行。包商银行也在多渠道宣传自己的互联网金融战略,在众多评选中频频获奖,但遗憾的是,包商银行并未公布其最新的有氧金融的客户注册数和交易金额。目前,有氧金融已陆续上线存款、代销理财、贷款等产品。有据可查的是,截至2016年10月末,已累计获得60万注册用户,资产余额40多亿元。

信用评级被降

去年11月,大公国际资信评估有限公司

(以下简称“大公国际”)将包商银行主体信用评级展望由“稳定”下调至“负面”,原因是该行偿债环境承压,财富创造能力下降,偿债来源脆弱性增加,偿债能力短期内有下行风险。

大公国际称,作为包商银行主要经营地的内蒙古自治区稳增长压力依然较大,部分企业经营困难,同时监管政策的调整对同业、理财、特殊目的载体投资等业务形成约束,包商银行各项业务的市场需求受到负面影响。另一方面,包商银行资本充足水平下降明显且已低于监管标准,不良贷款余额和不良贷款偏离度较高,资本补充和信用风险管理压力较大,对业务拓展和财富创造能力形成抑制和削弱。

此外,大公国际认为,包商银行股权结构分散,主要股东均为民营企业,可提供的外部支持不足。多重因素交织,包商银行偿债来源脆弱性增加。

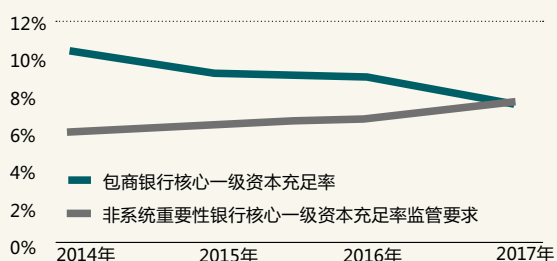
资本充足率明显不足

2018年,监管层对同业业务、表外业务、理财业务等加强整治的过程中,银行资本占用的需求就会加大,资本充足率达标的压力就会增大。

根据银监会资本新规过渡期安排,到2018年底,系统重要性银行资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别不得低于11.5%、9.5%和8.5%,其他银行在这个基础上分别少一个百分点。《投资者报》记者注意到,包商银行前期通过发行大量同业存单扩大主动负债规模,随着监管层对于同业业务的整治,包商银行对资本的渴求会越来越强烈。去年年中的核心一级资本充足率只有7.33%,如果没有补充资本,将明显低于今年的监管指标。

目前银行补充资本的方式有二级资本债券、可转债、IPO等多种方式,目前从公开渠道尚未发现包商银行成功融资的迹象,其要完成监管达标任重道远。■

包商银行核心一级资本充足率逐年下降



数据来源: Wind

包商银行主体信用评级展望由“稳定”下调至“负面”,原因是该行偿债环境承压,财富创造能力下降,偿债来源脆弱性增加,偿债能力短期内有下行风险。

面对即将到来的资本充足率完成时限,包商银行将采取何种举措?能否在期限内筹集资金?被第三方评级机构降级的评级是否会影响公司再融资的进行?

《投资者报》记者多方搜寻公司融资信息,一年多来,包商银行并未公布相关融资信息,可见再融资的难度。为此,记者以书面采访的形式将这些问题抛给了包商银行,但截至发稿,记者未能收到公司的正面回复。

曾经的城商行“新星”

包商银行成立于1998年12月,是内蒙古自治区最早成立的股份制商业银行,前身为包头

“独角兽” A股IPO带来80亿承销蛋糕 券商将进入新一轮较量

“独角兽” IPO以及中概股回归带来的机遇，为券商下滑的投行业务带来新的增长预期，谁能分得更多蛋糕还看“内功”

《投资者报》记者 闫军

富士康快速登陆A股以及监管层透露CDR(中国存托凭证)将很快推出的消息，让海外中概股回归A股的预期大增，对“独角兽” IPO的绿色通道似乎就在眼前。

所谓CDR，是指将境外上市的企业股份存于当地托管机构后，在中国大陆发行的代表这些股份的凭证。天风证券认为，CDR可能是允许境外上市的中国公司以及“独角兽”公司在A股市场上上市的最佳方式。目前已有包括阿里巴巴、京东、腾讯控股等8家海外上市企业取得CDR试点，回归A股在即。作为保驾“独角兽”回A过程中重要的服务机构，多家券商投行摩拳擦掌，提前布局。

投行和经纪业务新机遇

“独角兽”公司一般是投资界对于10亿美元以上估值的初创企业的称谓。多家受访券商表示，虽然国内尚未对“独角兽”确定标准，但是业内公认阿里巴巴、腾讯等互联网巨头悉数在内。

平安证券相关负责人向《投资者报》记者表示，目前该公司在寻找“独角兽”企业时，首先是看，是否符合“新技术、新产业、新业态、新模式”的“四新”标准；其次，是否为某一细分行业的龙头企业；第三，是否有爆发性的增长潜力和较大的增长空间，并具备核心技术支持和颠覆性的商业模式。

广发证券方面向《投资者报》记者表示，近期港交所推出多项制度改革措施，提升对新经济企业的承接能力。面对国际市场的挑战，A股亟待为新经济企业创造更加良好的资本市场环境，让更多优秀的新经济企业留在国内资本市场。

一旦CDR推行，券商投行无疑获益匪浅。天风证券分析师陈韵婷指出，上述8家可能首批进入CDR试点的公司市值约为80000亿元，假设CDR发行规模是当前市值的10%，市场规模预计将达到8000亿元。考虑到首批可能通过CDR方式回归A股的多为行业龙头企业，预期募资规模较大，费率以1%计算，那么首批CDR预计将会带来80亿元的承销费收入。假设分两年完成发行，那么每年将新增40亿元承销业务收入，占2017年投行证券承销与保荐业务净收入的8%。

入，占2017年投行证券承销与保荐业务净收入的8%。

广发证券非银团队预测，假设2018年、2019年和2020年CDR登陆国内资本市场的规模分别为2500亿元、1000亿元和1000亿元，承销费率为1%、1.5%和2%，日换手率为股票换手率的分界值3%，券商佣金为万2、万3和万4，那么预计未来三年，CDR的发行将分别为证券行业带来29亿元~57亿元、11亿元~23亿元、11亿元~23亿元的不菲收入。

多原因促券商加紧布局

“CDR的引入将带动国内券商新一轮的业务竞争，尤其海外上市的“独角兽”企业体量大、数量也不在少数，业务空间巨大。通过参与CDR的发行，不仅可以扩大投行的业务范围，获得发行及服务费用的增量；同时，由于CDR和基础股票在两个不同的市场上运行，可以加强国内投行与国外投行的国际协作，加快国际化进程，对于强化海外能力构建具有积极意义。”平安证券相关负责人向《投资者报》记者表示，该公司已经在积极布局此项业务，包括未上市的IPO及中概股回归。

记者还了解到，目前已有中信证券、广发证券、招商证券、安信证券、华融证券等多家中小券商宣布加入CDR项目争夺。

事实上，除了前景广阔，券商投行布局此类项目也来自于实实在在的业绩压力。3月28日，招商证券总裁王岩在2017年业绩发布会上表示，伴随着A股IPO审核环境的变化，近来过会率走低和多个项目终止审查的确对券商的投行业务造成了一定压力，储备项目多的券商影响或许更大。他指出，当下要进一步发展投行业务，除了继续在传统投行业务上服务好客户，也要积极布局“独角兽”、CDR等未来鼓励的发展方向，做好更多项目储备。

如其所言，监管趋严环境下，IPO审核通过率呈断崖式下跌，2017年79%的过会率在过去10年（剔除2013年）中排在倒数第三。Wind数据显示，2017年1~12月纳入统计的全市场104家主承销商承销项目募集资金总计6万亿元，较2016年的7万亿元下降超15%。

具体来看，各家投行收入同比下滑很明显。根据2017年各家证券公司公布的三季报，单就承销业务净收入这一指标，排名前20的券商中，仅有海通证券、东方证券国金证券和长江证券4家同比增长，其余16家均为下降。

相对来看，监管层对“独角兽”企业IPO批复则相对宽容，普通企业上市平均需要3~4个月的时间，而富士康36天闪电过会让券商看到新经济上市提速带来的机遇，加快布局也就不足为奇了。

练多少内功决定多少机会

从当前公布的中概股回A选择中介券商来看，阿里巴巴保荐机构为中信证券，京东CDR发行的保荐机构则是华菁证券、中信建投证券，华泰联合担任财务顾问。蛋糕虽然大，但最终落入谁的口中还要看券商的投行实力。

广发证券非银团队认为，CDR的发行对券商综合素质要求较高，需要有国际化业务的能力与较完善的客户服务产业链，A股CDR的发行主要增厚头部券商的净利润，证券行业集中度正持续提升，且在围绕机构业务创新发展的中长期逻辑下，头部券商的竞争优势将更加明显。

持类似观点的还有天风证券。其分析师陈韵婷表示，由于涉及到需要在境外购买基础股票的流程，为了交易的安全性、时效性和稳定性，一般托管机构是存券机构的境外分支机构。而在境外购买基础股票需要消耗一定的资本金，因此必须是在境外已经运营较为成熟，积累下足够资本金的龙头券商。

不过，中小券商并非没有机会，富士康上市选择的辅导券商就是十强开外的东吴证券。广发证券相关负责人向《投资者报》记者表示，改革发行上市制度，支持新经济企业发展，是一个“摸着石头过河”的过程，对资本市场的参与者都提出了新的要求，券商等中介机构需要创新核查方法，提升专业服务能力，加强价值挖掘能力。

“券商并非只盯那几家互联网巨头，挖掘新的‘独角兽’项目同样重要，在这项创新业务上，各家均有机会突围。”华南一位券商分析人士向《投资者报》记者表示。■

中小互金平台卖身价一路走低 红岭创投低价收“壳”谋合规

估值考量从成交量到待收金额再到盈利，中小平台“卖身”价格在一路走低

《投资者报》记者 闫军

如今，互金行业整治进入攻坚战，行业洗牌加速。许多小平台为避免出局的命运，开始卖身求存。“‘57号文’发布以来，不少小平台就知道自己很难合规，所以他们希望被我们收购。”近日，华南一家头部平台的相关人士向《投资者报》记者表示，已有多家平台向其公司传达出此类想法，不过该公司还在甄选。

上述人士提到的“57号文”，即去年年底P2P网贷风险专项整治工作领导小组办公室下发的《关于做好P2P网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知》，要求各地在2018年4月底前完成主要P2P机构的备案登记工作，6月底之前全部完成。

围绕整改标准，监管层搭建了“1个办法+3个指引”的制度框架，对网贷平台小额分散运营、银行存管、登记备案管理等各方面提出合规要求。目前，距离整改大限仅剩一个季度，平台自身合规的前景也已经基本确定，行业整合暗流涌动。

并购进入买方市场

今年1月19日，深圳市金融办发布《关于进一步做好全市网络借贷信息中介机构整改有关事项的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》表示，前期已进行现场检查的P2P企业应当于2018年6月30日前完成违规存量业务的化解，相应存量业务没有化解完成的P2P企业不予备案登记。对于在6月30日前没有通过本次整改验收，无法完成备案登记但依然实质从事网贷业务的机构，深圳市整治办将协调该市各职能部门根据相关规定予以处置。

日前，融360就深圳市相关指引政策对该市范围内平台进行打分，结果显示，103家平台中，能够通过此次备案的不超过26家。

小小金融CEO刘小峰向《投资者报》记者表示，无法完成备案登记的网贷平台将被封禁网站，现在网贷平台数量过多，大部分网贷平台是无法获得备案的，小平台会积极寻求大平台收购，这意味着今年有被并购需求的网贷平台数量将相当可观。

估值主要看盈利

对于头部平台来讲，收购一些优质的中小平台可以提高行业地位，大小平台可以说是一拍即合。“当下集团也在考虑收购优质平台，会在适当的时期进行资源整合。”此前华南一头部平台相关负责人告诉《投资者报》记者，但3月30日传出的最新监管风向是，并不鼓励平台之间的收购合并行为。这让该平台态度变得谨慎起来。

退一步讲，虽然大小平台均有意愿，但《投资者报》记者了解到，当前真正实现了收购的并不多，多数交易还在撮合观望状态。“现在市场已经变成买方市场了，小平台相对被动，如果不合规就要被清退，而大平台自然会货比三家，选择质优价廉的平台。”一位业内人士向记者表示。

刘小峰介绍，目前对网贷平台的估值主要看并购标的的收益情况、资产质量、稀缺性、景气度、行业平均估值区间等因素。如果并购标的资产质量一般，逾期不良比较高，则要继续下调估值。

某待价而沽的平台发布消息称，其运营团队32人，目前注册人数约为2.5万人，其中，实名用户1228人，投资用户仅为851人，平台存量最高值为3000万元，目前存量为1046万元，出售价格约为5000万元。这一标价被业内人士惊呼为“狮子大开口”。

“现在平台价格越来越低了，最早按照成交量来估值，三年前按照待收金额估值，现在则看盈利了。”上述业内人士表示，不仅如此，除了估值一路走低，收购方对平台的要求也已经提高了很多，不断加入对赌协议。

以去年10月末，新华联集团旗下港交所上市公司新丝路文旅并购团贷网集团旗下你我金融为例，后者承诺，自2017年至2019年三年间，其需保证利润分别达到0.7亿元、2亿元、3亿元。若实际利润少于保证利润，则团贷网母公司派生集团将向收购方新丝路文旅支付补偿。补偿金额为保证利润与实际利润差额的6.3倍，约相当于保证期以保证利润计之市盈率平均数。

此前比较多的是上市公司和机构等收购网贷平台，同行之间并购的情况则比较少。刘小峰表示，两个互金平台并购完成后，并购方需要对接标的平台的资产/资金。一旦标的平台出现逾期项目，有可能影响并购方的商誉。另外，标的

平台潜在的诉讼、未知的担保，也是同行并购整合所要面对的雷区。

红岭创投逆向收购

值得一提的是，备案合规并非只是小平台的难关，深圳体量最大的网贷红岭创投同样苦恼。大标存量资产化解、净值标业务降杠杆和银行存管属地化要求成为挡在红岭创投合规前的“三座大山”。因此，收购业务合规、完成备案相对轻松的中小平台，拿下继续做网贷的入场券成为红岭创投当务之急。

“2017年公司已停发大标，并大力拓展零售业务，转型过程十分艰难，但目前平均每标金额已由过去的亿元以上降至150万元以下，新增贷款不良率由整改前的30%降至3.9%。”红岭创投相关负责人向《投资者报》记者表示，对于之前的大标存量资产，红岭创投也拟定了初步置换方案，但因成立时间较早，业务复杂，之前标的期限较长，所以处置起来会有难度，存量资产需要先内部进行剥离和清算价值。

虽然没有放弃自身备案，红岭创投也不得不为备案失败做好两手准备。3月23日，红岭创投董事长周世平在深交所互动平台答投资人问时称，公司于2018年3月2日以人民币816万元收购韩影持有的深圳市亿钱贷电子商务有限公司的51%股权，交易完成后，公司为亿钱贷控股股东。

从国家企业信用信息公示系统来看，深圳市亿钱贷电子商务有限公司股东已经发生了变化，前两大股东已经变更为红岭创投电子商务股份有限公司和深南金科有限公司，两者的实际控制人均为周世平。

“亿钱贷是2014年1月上线的，在今年2月份原有代收全部清偿完毕，现在我们所有风控手段、产品规划等都是合规的。”红岭创投方面表示。据了解，亿钱贷平台累计成交仅为2.2亿元，目前已经陆续发布新标。不过从官方网站信息来看，其暂时并未签约上线银行资金存管。

“老周的收购价格很低了，而且说不定也有对备案的对赌协议。”一位业内人士向《投资者报》记者表示，毕竟红岭创投不缺平台，而是缺合规备案。■

凤凰金融：国际化发展应与时俱进 做好全球华人市场的服务者

在凤凰金融的理念中，上市是资本层面的事情。公司认为业务层面的发展比资本运作更为重要。为此，公司加码金融交易安全建设，并以多元化战略部署来实现国际化布局

史宇/文

金融科技无疑是近年最热门的细分领域之一。麦肯锡的数据显示，全球已有超过2000家金融科技公司。而近期中国的科技公司表现抢眼。趣店、和信贷、拍拍贷等多家金融科技企业赴美上市，乐信也在美递交IPO招股书，金融科技企业掀起一股海外上市小热潮。

在这一轮的出海潮中，凤凰金融走出了一条与众不同的路。致力于打造智能投资理财平台的同时，又坚持多元化综合发展的战略。

凤凰金融董事长兼CEO贺鑫在接受记者采访时表示：“凤凰金融将继续充分发挥自身优势，持续为全球华人投资国际资本市场，提供更加个性化、多元化、国际化的服务，致力于打造专业、高效、便捷的一站式智能金融服务平台。”

为了给用户提供优质、多元的投资理财产品 and 定制化的专业智能服务。凤凰金融一直坚持搭建综合性的在线金融平台的方向，提供网贷、定期、基金、保险、海外等产品，满足用户一站式投资理财需求。2017年10月，公司在北京环球金融中心落地了第一家线下财富管理中心，实现线下用户服务环节的打通，通过财富管理中心为用户提供更高端的海内外有针对性的投资市场信息。

在凤凰金融的理念中，上市是资本层面的一件事情，真正的“出海”是让金融服务触达全球。

出海不是“形式”

之所以拥有这样的战略决策，可能与凤凰金融创始团队及高管的国际化背景密切相关。公司多位高管都有海外留学经历及在国际知名企业工作的积累。

凤凰金融的高管团队多毕业于牛津大学、宾大沃顿商学院、芝加哥大学、纽约大学等海外高校以及清华、人大、复旦等国内顶尖学府，并在阿里、京东、汇丰、花旗、亚马逊、第一资本等国内外知名科技或金融企业担任过重要职务。

基于对国际金融服务市场的深刻认知和

精准判断，凤凰金融锚定的金融科技出海不在“形式”，而是努力将服务真正触达海外用户。

“实际上国际化的发展并不仅仅局限于去上市，因为上市只是资本层面的一个事情。更重要的是从业务层面的发展，比如说与国际上一些领先的金融机构以及金融科技企业合作，更进一步服务海外用户。”贺鑫表示。

凤凰金融与国际著名科技驱动型银行丹麦盛宝银行签署战略合作协议，双方就技术以及多元化资产配置等方面进行深入合作。2017年1月，凤凰金融在美国上线了国际站，随后在东南亚开辟消费金融业务，国际化布局在不断提升。

金融离不开安全

几年前，许多传统金融机构面临的问题主要是运营的标准化、业务的精细化、如何用信息技术去管理而不是粗放式的发展，以及如何搭建强大的IT系统和建立数据分析能力。

某种意义上，传统金融机构需要借助金融科技平台的技术能力，金融科技平台则应该借鉴传统金融的安全建设能力。凤凰金融一直认为，普惠金融的健康发展，是要将金融和科技在规范安全的前提下，通过不断创新来实现的。在“智能金融”的发展与创新方面，凤凰金融则通过专业的实时数据风控技术筛选优质资产，全智能用户管理系统精确洞察和管理用户需求，两者结合为用户定制最优质资产组合；同时全面布局智能化的平台管理体系，应用于渠道管理、用户管理、企业风控和财务管理，以不断提升产品的可获取性、产品服务的个性化，以及个性化的风险定价能力，准确判断用户的风险偏好和投资需求，为用户提供“定制化”的金融产品与服务。

为了用户资金和交易安全得到充分保障，凤凰金融与北京银行达成全面战略合作，于2017年9月正式上线资金银行直接存管，整个交易过程资金都直接通过银行网银系统结算，无第三方介入。上线资金存管系统后，一方面可

实现账户完全隔离、使资金更安全，即平台账户全面升级为银行存管账户，银行封闭式流转用户的资金进出；另一方面可实现用户授权操作、交易更安全，即采用独立支付密码，银行内部数据加密，根据用户指令和授权进行资金操作；基于以上全面的技术升级与合作，充分给用户资金提供更全面的安全保障。

交易规模快速增长

正是这种战略上的优势和差异化以及长期坚持，让凤凰金融从几个人的团队发展到现在交易额近700亿的金融科技公司，将凤凰金融的金融服务推广至全球。正是基于凤凰金融创业团队独特理念，如今美国、东南亚、欧洲的华人都已经开始逐渐熟悉和使用起凤凰金融的在线投资理财服务。

作为一家金融科技公司，凤凰金融的团队给人的感觉是——同时兼具了金融人才的严谨作风和科技人才的创新思维，以及团队共同的超高执行效率。他们经常采用“虚拟项目组”的方式工作，实行项目责任制度，针对每一个产品的上线、系统的更新等任务，都有一个相应有效的“小分队”整装待命、快速推进。

就是这样一个团队，创造了近700亿元的平台交易规模，累计为用户赚取约32.4亿元。今天的凤凰金融拥有超670万的注册用户，近六七成投资用户平均年龄在30岁以上，用户平均投资额超过15万元。

贺鑫认为：“中国互联网金融发展的时间并不算很长，大家都面临金融科技人才短缺、市场用户教育等问题。总体来讲，我觉得在中国做金融科技，难度比其他创业项目都要难，不在一个量级上。现在很多同行聊天的时候都说后悔当时去做金融科技，但是每个人依然都在坚持去做，大家还是由衷相信这个领域的需求。如果说为何能取得今天的成就，我认为是靠大家的坚持，坚持我们认为正确的方向并且坚定地走下去。同时，决定是不是后悔去做一件事，是不是否辛苦和难做，而是是否值得。”■

宁波银行2017年五新好评： 资产质量新优 资产规模破万亿

宁波银行持续深化的多利润中心建设为该行转型带来了新动能，随着核心竞争力的逐步显现，公司稳健经营能力显著增强，发展后劲越来越足，资产质量与效率不断优化

宋鸿/文

时值成立20周年和上市10周年，2017年的宁波银行继续保持稳健强劲的发展势头。在业内看来，持续深化的多利润中心建设为宁波银行转型带来了新动能，随着核心竞争力的逐步显现，公司稳健经营能力显著增强，发展后劲越来越足，资产质量与效率不断优化。

新规模，新效率，新动能，新发展，资产质量新优。3月28日晚间，宁波银行正式对外披露2017年年度报告。2017年，公司实现营业收入253亿元，同比增长7.06%，实现归属于母公司股东的净利润93亿元，同比增长19.5%。公司资产规模首次突破万亿大关，达到1.03万亿元，比年初增长16.6%。不良贷款率0.82%，较年初下降了0.09个百分点。据此，公司拟向全体股东每10股派发现金股利4元（含税）。



规模破万亿 效率上新高

2017年度，在经济动能新旧转化之下，利率市场化、金融脱媒、跨界跨业竞争加剧以及各类风险交织等因素的叠加下，银行业面临严峻挑战。宁波银行坚持遵循商业银行的经营规律，把握经济律动，坚守战略基础业务，不断提升服务实体经济的深度和广度，大力夯实基础业务和基础客群，推动整体经营规模迈上了“万亿”新台阶。

截至2017年年末，公司资产总额1.03万亿元，比年初增长16.61%，总资产首次站上万亿台阶，资产规模初步迈入中型银行行列；各项存款5653亿元，较年初增长10.5%；各项贷款3462亿元，较年初增长14.4%。

与此同时，坚持资本消耗低、集约化、内涵式的发展路径，持之以恒践行轻型银行战略转型，做大基础业务，做强核心业务，坚持不懈地推进多元化利润中心建设，不断提升盈利能力，推动宁波银行实现资本的内生性积累。2017年度，公司在强化资本预算约束的前提下，不断优化资产结构，进一步统筹经济资本配置，资本使用效率获得了进一步的提升。

截至2017年年末，公司加权平均净资产收益率为19.02%，较上年提升了1.28个百分点；资本充足率为13.58%，一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为9.41%和8.61%。同时，公司根据战略发展需要，也在2017年先后完成了100亿元二级资本债券和100亿元可转换债券的发行工作，资本的有效补充确保了公司后续的稳健发展。

盈利新动能 发展新势头

不断掘新，穿越经济周期，盈利持续稳健增长成为宁波银行每年业绩的亮点。Wind数据显示，上市10年历经九个完整年份，宁波银行的净利润从13.32亿元到93.56亿元，每一年都保持了强劲的动能，业务不断出新。

为了积极应对利率市场化带来的变革，近年来，宁波银行持续致力于多元化利润中心的建设，投资银行、资产托管、资产管理、信用卡等利润中心的盈利能力不断增强，各利润中心均有适合自身业务发展的基础客户群，有适应客户需要的金融服务产品体系，多元动力、多点支撑的盈利增长新格局进一步形成。

2017年，宁波银行实现营业收入253亿元，同比增长7.1%；实现归属于母公司股东

的净利润93亿元，同比增长19.5%；实现手续费及佣金净收入59亿元，在营业收入中占比23.3%。与此同时，公司分行区域盈利能力持续提升，发展动力更加均衡；两家子公司——永赢基金和永赢租赁的盈利保持良好增长势头，对集团盈利贡献占比持续提升。

值得一提的是，2017年，公司获得非金融企业债务融资工具A类主承销商等新资格，业务资格更加丰富，市场参与面更加广泛；公司逐步摸索出两条零售线的业务经营规律，产品在细分市场的竞争力不断提升，盈利占比不断加大；公司在国际业务、资产托管业务等领域也积累了较好的口碑和市场知名度，在业务流程、服务效率等方面有明显的优势。

资产质量新优 风控严格

良好的资产质量是银行可持续发展的护航器。宁波银行长期以来坚持“控制风险就是减少成本”的理念，持续深化全面风险管理，有效提升精细化管理水平，不断提升风险管理的专业性和有效性，资产质量经受住了考验，与同业相比，也体现出新的优势。

截至2017年年末，公司不良贷款余额28.4亿元，90天以上逾期贷款22.2亿元，不良贷款和90天以上逾期贷款不存在剪刀差；不良贷款率0.82%，较年初下降了0.09个百分点；拨贷比4.04%，比年初提高了0.83个百分点；拨备覆盖率493.26%，比年初提高了141.84个百分点。宁波银行的不良贷款指标在银行同业中继续保持较低水平，体现出良好的风险管理能力和稳健经营能力。

2018年，面对银行业盈利增速放缓、风险管理承压的新常态，宁波银行表示，未来将在业务拓展上，主动适应环境变化，抢抓市场机遇；在风险管理上，抓好风控措施执行落地，掌握新时期风险管理的主动权；同时，进一步强化专业经营理念，提高员工和机构的经营效能，持续积累差异化的比较优势，推动银行的可持续发展。■

中美贸易冲突：是“摩擦”还是“战争”

花旗预计，即使对价值600亿美元的中国商品征收45%的关税，也仅会使中国的GDP增速下降0.23个百分点



吴晶晶

[花旗银行(中国)有限公司零售银行 投资策略主管]

税改之后，特朗普“争头条”的焦点转移到了贸易政策。不管是真正准备挥刀指向中国，还是作势争取11月中期选举的政治砝码，总之，特朗普一系列的政策和发言已经引发了投资者对于贸易摩擦乃至贸易战的担忧。

美国时间3月8日下午，特朗普正式签署了对进口钢铁和铝产品分别征收25%和10%关税的行政命令。至此，贸易摩擦开始升温，而中美关系更是成为风暴中心。

特朗普挥起的贸易大棒中对中国最重要的，就是近期市场聚焦的“301调查”。特朗普22日据此签署总统备忘录，计划对高达600亿美元的中国进口商品征收关税，相关产品范围直指“中国制造2025”相关产业，包括航空产品、现代铁路、新能源汽车和高科技产品等1300个类别。美国贸易代表处将在15天内公布针对的商品清单，随后将有30天的公示时间。

中方对“301调查”的声明提出强烈不满及坚决反对，并且也拟订清单准备对自美国进口的部分产品加征关税，可能会使特朗普票仓相关州的农产品首当其冲地成为主要针对范围。

尽管风声鹤唳，但花旗分析师目前的基本假设仍然是贸易摩擦最终将限制在某些板块和区域，尚不至于引起全球贸易战争。目前中美双方都显露出谈判倾向，考虑到特朗普的商人背景及亲商天性，我们预计，特朗普最终有可能与中国达成协议，避免贸易摩擦升级。但同时，美国领头下贸易保护主义的兴起，将给未来全球贸易市场蒙上更多阴影，擦枪走火的风险不容忽视。

市场为何恐慌？

钢铁及铝进口关税作为本次摩擦的序曲，本身对美国影响并不大。钢铁及铝进口仅

占美国进口总量2%，但这项关税备受关注有两层原因。其一，这项关税利用国家安全作为设立依据，削弱了WTO的限制作用（WTO条规不适用于涉及国家安全的贸易争端），引发世界贸易组织最终何去何从的争论。其二，在这项关税的推出上，美国国内反对声音不断，而特朗普最终力排众议固执推行，可能预示着美国未来贸易政策将更加不可预测。

而美国随后公布的总统备忘录和中方提出的可能的反击措施，范围之广再度引发市场大幅下跌。如果最终贸易摩擦升级为贸易战，必将对经济、资本市场及企业产生影响。经合组织估计，贸易成本（整体贸易成本，不只是钢铁和铝）提高10%，将在中期导致全球GDP下降1.0%~1.5%。同时，不确定性的上升将抑制商业信心和商业投资。

贸易战也将提升通胀上行压力。花旗经济学家预计，如果美国对所有进口商品提升10%的关税（不仅限于钢铁和铝），则将提高美国通胀率1.5个百分点。

聚焦中美关系

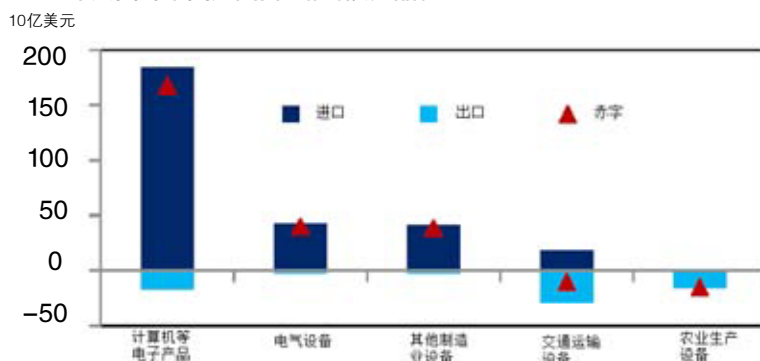
目前，这场贸易摩擦升级为贸易战的可能性并不大。首先，虽然特朗普政府签署关税行政令，但仍然留有谈判余地。在政治上，特朗普需要履行减少贸易赤字的竞选承诺，积累政治资本，在美国11月中期选举以前，针对中国及其他国家的各类贸易政策及双边谈判可能将不断上演。

我们的基本假设是，预计美国将对中国的出口和投资施加一些限制，尤其是在高科技领域。美方希望以此要求中国承诺购买更多美国产品，缩小对美顺差，改善美国企业的市场准入及对知识产权的保护等等。

即使贸易摩擦继续升温或者引发贸易战，中国仍然有能力抵御冲击。花旗预计，即使对价值600亿美元的中国商品征收45%的关税，也仅会使中国的GDP增速下降0.23个百分点。鉴于中国庞大而稳健发展的国内市场，短期影响可能微乎其微。此外，中国通过多元化贸易伙伴和“一带一路”倡议，扩大了其全球影响力，也极大地减少了对美国的依赖。

目前针对“301调查”结果的主要关注点是其最终影响范围，如果惩罚力度很大，中方可能采取多方位的反制措施，比如说限制美国产

2017年美国对中国进出口总额（按产品）



数据来源：花旗银行，2018年3月13日

品进口，以及减少购买美国国债、减少外交和安全方面的合作等非传统贸易措施。

投资者“生存法则”

出于短期避险考虑，可以对贸易，尤其是对美贸易依赖度较高的地区和板块尽量规避。

从开放程度及全球贸易风险暴露的角度来说，贸易摩擦对于亚洲区域的影响较大。从对美贸易占本国GDP比重的角度来说，加拿大、墨西哥对美国依赖程度较高。同时，美国政府更可能针对对美贸易顺差较高的国家：中国、日本、德国及越南。

从行业角度而言，美国方面可能受到贸易伙伴报复性措施影响的行业主要包括：飞机制造业、资本商品以及国防板块。而全球范围内比较容易受到美国贸易保护主义冲击的行业主要是运输设备/汽车、电脑硬件及电子设备、化工及机器设备。

中国对美国出口规模最大，对美出口占中国GDP的6%，占总出口额的19%。对美贸易顺差最大的行业包括：电脑设备、手机及电信设备。但与其它地区不同的是，贸易对于中国股市直接影响较小。MSCI中国指数里与对美贸易相关的销售占5%，主要集中在IT和消费类板块。

目前贸易局势尚未对经济增长造成威胁，花旗维持对股票超配的观点，继续偏好欧洲、日本及新兴市场股市。希望规避贸易摩擦风险的投资者可以关注澳大利亚、欧元区某些国家及日本部分行业等地区 and 板块。电信、公用事业、健康护理、零售、保险及大型银行等行业也更依赖于本地经济，受贸易影响较小。■

一季度超八成权益类基金亏损 医药主题接棒消费的内在逻辑

抱团消费板块成为业绩拖累，一季度权益类基金超过八成亏损。不难看出，市场仍呈现结构性行情，估值合理的医药板块前景被看好

《投资者报》记者 闫军

A股在震荡下跌中走完了一个季度，上证指数跌幅为5%，在此前一片“价值投资”回归的鼓吹中，白马龙头股的回调让市场始料不及。受其影响，权益类基金表现差强人意。

Wind数据显示，今年一季度，取得正回报的权益类基金占比不足两成。此前的业绩担当——消费板块并未延续良好表现，多只主题基金出现在倒数前十名，而医药股则成为当季最大亮点。

另一方面，创业板震荡调整与阶段性上行交替出现，让风格切换再次成为市场热议的话题。对此，多位受访基金经理认为，当前市场并不能简单以风格划分。

“无论是价值投资还是成长投资，本质都是赚取企业业绩增长的钱，而非赚取情绪或者主题的钱，因为行情本身是难以预测的，投资者对行情的预测又会反过来改变行情。”一位不愿具名的基金经理向《投资者报》记者表示，在资本市场日趋规范的当下，专注企业本身才能让赚钱变得简单。

八成权益类基金为何亏损？

根据Wind数据，截至今年一季度末，市场纳入统计的股票型、偏股型基金共917只，年内平均回报率为-3.4%，其中只有162只取得正收益，超过八成基金处于亏损状态。全市场仅有7只基金回报率超过以及接近10%，而跌幅超过10%的基金则超过40只。同时业绩分化明显，排名首末的两只基金回报率差距超过30个百分点。

2017年的结构性行情中，多数基金经理踩对行情，抱团拥抱白马股、龙头股，赚得钵满盆满，从去年四季度持仓来看，权益类基金仓位较高，受行情影响出现波动在所难免。

具体来看，中银新动力以-16%的回报率垫底今年一季度，从该基金去年四季度的持仓来看，前十大重仓股可见中国平安、五粮液、新华保险、泸州老窖等金融、消费股，上述个股股价一季度无不下跌，影响了重仓配置的基金业绩。中银新动力并非个案，包括广发核心精选、南方新兴消费进取等重仓白酒等消费股的基金

均在一季度表现欠佳。

基金经理并非没有意识到此类价值股估值偏高的风险，但是在风格不明朗的行情下，鲜有基金经理贸然调仓。《投资者报》记者了解到，有的基金经理采取相对保险的策略，挖掘低估值、内生长性好、质地优良的二线白马股为投资标的，不过当前市场也未能给予较好反馈。

纵览一季度权益类基金，回报率双位数的屈指可数，中邮战略新兴产业以16%的回报率领跑权益类产品。这只成立于2012年的基金由中邮基金的明星基金经理任泽松掌舵，他的选股策略是在知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的产业中，寻找质地优秀、管理层能力突出、具备突破能力的企业进行投资。从已公布的去年四季度持仓情况来看，该基金前十大重仓股依然坚守创业板、中小板个股，最终“守得云开见月明”，在今年2月份创业板的强势上涨中，再度成为业绩黑马。

此外，一季度回报率超过10%的还有海富通股票、交银医药创新、交银先锋、汇添富移动互联、中海医疗保健。

医药行情背后的内在逻辑

A股市场也并非没有亮点，医药股在一季度气势如虹，沪深300医药指数涨幅为11%，医疗、健康、养老等相关主题的基金表现同样给力。

一季度回报率排名前十的基金中有六个席位被该类基金占据，分别是交银医药创新、中海医疗保健、上投摩根医疗健康、工银瑞信前沿医疗、中欧医疗健康C和中银瑞信养老产业。

“资金驱动只是结果，医药行情背后有内在逻辑支撑。”广发医疗保健基金基金经理邱璟旻表示，近期热度提升总体源于三个因素：首先，行业复苏的现象被越来越多的人认识到。医药行业在2016年四季度到2017年二季度完成筑底，之后基本上呈现缓慢抬升的趋势；第二，政策改善，行业正本清源；第三，股票估值合理甚至被低估，机构配置比例低，大部分的医药行业龙头企业估值基本在当年的25-30倍之间。

邱璟旻预测，医药板块将开启大级别的上涨，并将会持续1~2年的时间周期。行业已经理顺，就看企业往什么方向发力，已经发力的企业就会走得快一些。从细分行业来看，第一看好创新药产业链企业以及医疗器械；第二是医疗服务；第三是有稳定、持续高增长的企业；第四是拥有新商业模式的企业。

一位基金经理向《投资者报》记者表示，生物医药是国家重点发展的战略新兴产业之一。我国即将步入老龄化社会，预计2020年国内60岁以上老人的数量将超过两亿，占人口比例15%以上，医药消费在整个国民消费中的比重将不断加大，长期来看医药行业会跑赢消费行业。

赚钱机会都在哪里？

一季度创业板指数明显好于上证指数，这也让投资者炒“小票”之心再次蠢蠢欲动，此前已有不少基金经理在年初表示，今年行情会复杂多变，赚钱或将更难，从一季度行情来看确实如此。

广发基金副总经理朱平表示，2017年以优质股票估值回升为主要驱动力的行情已进入尾声。2018年股市可能重估的品种还包括：一是以银行、地产为主的低估值板块，但前期这两类股票出现调整，预示着其重估可能告一段落；二是TMT、医药和高端制造业。

他表示，传统类上市公司因较高ROE（净资产收益率）带来的估值修复已经告一段落，未来能否持续不好判断。此外，消费升级、新兴产业、互联网科技及高端制造的ROE相对稳定，是经济转型的主要驱动力，将成为市场主要的增量选择。与此同时，大型公司的整合仍将延续，仍然会有一个结构性的机会。市场还是会慢慢上涨，整体更有可能呈现“慢牛”。

博时基金则看好两个“升级”，即产业升级与消费升级。博时产业新动力基金经理蔡滨表示，有利于满足社会需求、居民需求的产业是未来的挖掘机会，消费升级不仅包括物质层面，还有精神层面，比如游戏、传媒板块。■

基金经理普遍资历不够“老到”

中信建投基金换股频繁业绩疲弱

中信建投基金经理平均任职年限仅为1.81年，9位基金经理中，仅有3位任职超过3年。整体投资能力不强造成产品业绩缺乏竞争力，今年以来平均收益率仅为-0.08%

《投资者报》记者 张诗雨

近年新成立的基金公司，有的为了拉拢人才，在圈内频频挖角资深基金经理；但有的却因自身实力不强，在人才争夺战中未占据上风，任职基金经理普遍从业时间较短，中信建投基金管理有限公司（以下简称“中信建投”）就属于后者。

Wind数据显示，中信建投基金经理平均任职年限仅为1.81年，目前9位基金经理中，仅有3位任职超过3年。也许是基金经理们经验相对不足，中信建投旗下多只产品普遍收益率不乐观，今年以来（截至3月29日），平均回报率仅为-0.08%。

中信建投计划采取哪些措施提高产品收益率？今后如何加强投研团队建设？就以上问题，《投资者报》记者向中信建投相关人士致电致函，但截至发稿，公司尚未给出上述问题的答案。

基金经理不够“老到”

中信建投基金公司成立于2013年10月，在发展20年的公募基金业属于后辈。公司股东包括：中信建投证券有限公司、航天科技财务有限公司、江苏广传广播传媒有限公司，三者分别持有公司55%、25%、20%股份，属国有券商系基金公司。

尽管已成立4余年，中信建投却鲜有资历较深的基金经理。Wind数据显示，公司当前平均从业年限为1.81年，在122家基金公司中排第26位。这说明，与多数同行公司相比，中信建投的基金经理还不够“老到”。

公司9位基金经理中，在该岗位从业年限不足两年的有6位。当中，任职时间最短的，是在2017年5月从研究员升职为基金经理，也就是说，在投资岗位任职时间还不足1年。公司仅有3位基金经理，从事这一职务超过3年。

这批基金经理在来到中信建投之前，多缺乏投资方面相关经验。公司在职的9位基金经理中，除公司现任投资部总经理王琦曾任中信建投证券交易部总监外，多数在来到中信建投前都为行业研究员。其中，5位基金经理是从2016年才加入中信建投。

这批新加入的研究员，一部分在中信建投相关岗位任职没多久，就升职为基金经理。比如，

颜灵珊2016年8月加入该公司，担任基金经理助理，2017年2月升任基金经理，现管理中信建投睿康等产品；周紫光在2016年3月入职中信建投，从投资研究部研究员做起，2017年5月起，任中信建投智信物联网灵活配置等产品的基金经理。

旗下产品年内平均收益为负

中信建投现任基金经理中，仅王浩一人是在2013年9月即公司建立时就入职。2014年1月起，王浩正式担任基金经理，管理债权类产品。公开资料显示，王浩从2014年起担任基金经理，累计任职4年零1个月，已经是中信建投资历最老的基金经理了。

或许，基金经理投资经验欠缺、新丁过多，多少对中信建投旗下产品的收益率造成影响。今年以来（截至3月29日），该公司产品平均回报率仅为-0.08%，大部分产品的业绩排名位于同类后二分之一。其中，灵活配置型产品中中信建投智信物联网A以及偏债混合型产品中中信建投睿信A、中信建投睿康A表现较为不佳，年内回报率分别为-5.57%、-3.53%、-2.72%，均排在同类后三分之一位置。

值得一提的是，成立还不足5年的中信建投，目前在同行业中规模还较小。Wind数据显示，截至2018年一季度末，公司旗下共有15只基金，公募管理规模为85.74亿元，在122家基金公司中排第90位。

错押重仓股，是中信建投旗下部分产品跑输大盘的重要原因。在2017年第四季度，中信建投睿信前三大重仓股为万华化学、海螺水泥、荣盛石化。中信建投智信物联网的前十大重仓股包括：华友钴业、三一重工、东山精密。

天天基金网显示，中信建投2017前三大重仓股分别为：荣盛石化、海螺水泥、江西铜业，3家公司今年来股价均有所下滑，分别下跌6%、16.35%、20%。

换股频繁影响投资收益

中信建投旗下基金产品中，有5只基金同时持有荣盛石化、海螺水泥、江西铜业。此外，蓝焰控股、中国巨石、三一重工也在中国建投2017

中信建投基金旗下产品业绩情况一览表

基金简称	今年以来回报率(%)	同类排名	成立以来回报率(%)	成立日期	投资类型	基金经理
中信建投医改	4.92	67/1779	15.20	2016/4/6	灵活配置型	刘宁
中信建投睿利A	2.13	186/1779	19.99	2016/12/7	灵活配置型	周户,王琦
中信建投睿利C	2.05	194/1779	19.19	2017/5/10	灵活配置型	王琦,周户
中信建投稳祥A	1.65	412/1044	4.30	2017/3/3	中长期纯债型	黄海浩,许健
中信建投稳祥C	1.58	490/1044	4.04	2017/3/3	中长期纯债型	黄海浩,许健
中信建投稳惠A	1.38	698/1044	1.42	2017/3/3	中长期纯债型	黄海浩,许健
中信建投稳惠C	1.32	746/1044	1.13	2017/3/3	中长期纯债型	许健,黄海浩
中信建投稳信A	1.29	773/1044	21.39	2014/1/27	中长期纯债型	黄海浩
中信建投稳信C	1.20	830/1044	19.31	2014/1/27	中长期纯债型	黄海浩
中信建投稳裕	0.99	906/1044	2.00	2016/11/7	中长期纯债型	许健,黄海浩
中信建投凤凰A	0.94	648/776	9.81	2015/3/31	货币市场型	黄海浩
中信建投添鑫宝	0.91	681/776	7.07	2015/12/16	货币市场型	黄海浩
中信建投货币B	0.84	729/776	2.19	2017/9/1	货币市场型	黄海浩
中信建投凤凰B	0.83	735/776	1.07	2017/9/1	货币市场型	黄海浩
中信建投货币A	0.78	745/776	11.42	2014/8/5	货币市场型	黄海浩
中信建投稳利保本	0.11	259/407	28.33	2014/9/26	偏债混合型	颜灵珊,王浩
中信建投稳溢保本	-0.08	286/407	3.99	2016/5/19	偏债混合型	王浩,颜灵珊
中信建投聚利	-0.97	357/407	4.98	2015/11/11	偏债混合型	王浩,颜灵珊
中信建投睿康A	-2.72	399/407	2.07	2017/4/26	偏债混合型	颜灵珊,王浩
中信建投睿康C	-2.77	400/407	1.84	2017/4/26	偏债混合型	王浩,颜灵珊
中信建投睿信A	-3.53	1352/1779	-9.97	2015/2/3	灵活配置型	王晓贞
中信建投睿信C	-3.55	1355/1779	-5.88	2017/5/15	灵活配置型	王晓贞
中信建投智信物联网A	-5.57	1570/1779	6.13	2016/8/3	灵活配置型	王浩,周紫光
中信建投智信物联网C	-5.71	1588/1779	7.62	2017/5/10	灵活配置型	王浩,周紫光

数据来源：Wind

年四季度末的十大重仓股中。

由此可见，基建类行业在中信建投持仓中占据相当比重。但近年来基建行业不属于市场热点，房地产和基建投资增速下降，甚至某种程度属于过剩产能。在此情形下，中信建投基金为何会重仓这一行业股票令人不解。

记者注意到，中信建投近期才转向重仓基建股。公司2017年四季度与第三季度的前十大重仓股几乎完全不同，仅清新环境一家连续出现在十大重仓股中。当年三季度末，十大重仓股中还有五粮液、泸州老窖、欧菲光、安洁科技、华天科技、深天马A、康尼机电等。

更早之前，中信建投还重仓过亿帆医药、爱建集团、康美药业、华东医药、中兴通讯、利亚德、杉杉股份等公司。可以看出，中信建投换股相对频繁，关注的行业也较为分散。

对于小型基金公司来说，如何构建清晰的投资逻辑，提升管理能力，是长期在市场立足需要解决的问题。 ■

基金称找出高回报优质股 玩转资本市场的“新宠儿”

市场的上涨主要来自企业利润的实际增长，而投资的本质就是发现优质公司，以及有成长空间、可以获得超额收益的好股票

《投资者报》高方方/文

对于2018年整体市场行情，多数基金经理表示并不悲观，市场过度调整或将带来良好买入机会，坚持价值投资。

大摩华鑫基金表示，总体上，对国内经济继续保持中性乐观态度，尽管近日A股以及全球股市受到美国政府贸易战的影响出现巨幅震荡，但从川普政府历次的新政看，大部分都是雷声大雨点小。目前市场对于贸易战可能引发的后果做了过度悲观的预期，市场的过度调整或将带来良好的买入机会。

国泰基金也表示，A股市场或仍将震荡上行，存在结构性机会，具有较好成长性且估值合理的公司将有较好表现。

今年A股市场仍将以业绩为投资主线，价值股与成长股都有可能获得不错的表现。虽然短期来看，市场调整的风险仍存，但若将目光放长远，在宏观经济稳步增长且机构投资者逐渐占据主导地位的背景下，A股慢牛的趋势不会改变，投资者应对市场更有信心，兴业基金这样表示。

益民基金则表示，短期对大势维持谨慎，建议布局两个确定性机会：贸易战带来通胀预期下必须消费品和农业龙头；美元贬值预期下看好抗贬值风险的黄金/原油；另外，建议关注军工交易性机会。

“以龙为首”布局创业板

在华商基金何奇峰看来，在市场调整过程中，春节假期前夕的市场大跌，进一步释放了高估值压力，前期持续下跌的创业板公司存在反弹动力。随着近期政策开始向“独角兽”企业倾斜，契合政策风向的创业板强势反弹，部分个股涨幅惊人。何奇峰认为，创业板强势反弹并不意味着市场风格转变，现在判断市场风格转换为时尚早。在他看来，过去一年，多以上证50为代表的蓝筹股涨幅巨大，但目前整体估值与业绩增速的匹配度依然较好，并未出现明显的估值泡沫。而创业板50整体估值并不低，各个行业龙头公司是此次行情上涨的主力，因此创业板普涨可能性不大，政策催化和市场风险偏好提升是这次创业板反弹的主要驱动因素。

在接下来分化的市场环境下，如何对创业板

进行布局？何奇峰认为，创业板也会像主板一样，有望呈现“以龙为首”的交易特征，具备较高成长性、估值较为合理的细分行业龙头的投资机会较大。“从长期发展角度看，具备竞争优势、整体收入规模和盈利能力较强的行业会更具有竞争优势。从估值层面看，市场也会给予一定的估值溢价。”半导体、新能源汽车、创新药等板块中具备竞争优势、整体收入规模和盈利能力较强的行业龙头企业，可能在此次上涨行情中迎来较大的投资机会。

成长股将全年引领市场上涨

目前，对于创业板能否接棒白马股行情市场仍争论不休。对此，金信基金经理唐雷认为，市场风格由价值切换为成长是多重因素共振的结果，景气行业龙头成长股将迎来绝佳的投资机会。唐雷说：“国家战略重点发展新经济和新兴产业，强调科技创新，培养经济增长新动能。资本市场政策导向也支持新经济、新兴产业和新蓝筹。政策催化是成长股走强的重要支撑。”

在国家战略的大背景下，资本市场开始着力引导新兴产业发展。年初以来，从证监会到沪深交易所多次强调要改革上市发行制度，支持新经济、新兴产业、科技创新类“独角兽”公司上市融资，支持一批新一代的BAT企业成长，成就一批具有世界影响力和竞争力的新蓝筹企业。“我们判断，未来会有更多的支持新经济的资本市场政策出台。在资本市场监管政策的引导下，A股市场的面貌焕然一新，成长股重新获得投资者的青睐。”唐雷说。

未来仍看好成长股的表现，目前的宏观经济形势有利于成长股表现。2018年流动性环境有望边际改善，处于历史高位的无风险利率可能下降，令投资者风险偏好增加，有利于成长股估值的提升。具体操作上，看好国家战略、产业政策与行业景气共振的高科技成长行业，尤其是半导体、5G、新能源等行业龙头公司值得重点关注。

找出估值合理的细分消费龙头

长盛基金赵楠这样表示，投资的本质是寻找

好的公司，有成长空间的优质公司。好公司需要具备四个条件：有很好的商业模式，这意味着公司有很好的盈利能力，从财务角度来看，要有很高的毛利率；要有护城河，能在很长时间内保持很高的毛利率水平，并且保持稳定；管理层有进取心，会为实现自身价值而努力经营企业；合理的价格。

展望2018年，赵楠表示，仍保持对股票市场偏乐观的判断，依然看好大金融、大消费品行业以及持续有高股东回报率的优质公司。一方面，经济持续复苏，银行、保险行业最为受益；另一方面，消费品行业在2017年虽然已经有非常明显的表现，但随着我国经济的逐步转型，一些在行业竞争格局改善中脱颖而出的优秀消费品公司仍将有非常大的发展空间。同时，中国股票市场正在快速向成熟市场靠拢，持续注重高股东回报的优质公司有望成为资本市场的“新宠儿”。

广发基金李琛表示，2018年消费行业中仍有一批细分子行业估值合理且行业景气度回升，未来看好旅游、酒店、医药及三四线城市消费升级的细分板块机会。坚持价值投资，以获取长期稳健绝对收益为目标。注重前瞻布局，寻找估值合理、业绩增长稳定的个股买入并持有。在个股选择方面，将从行业成长性、景气度和估值水平等三个维度来对消费品各个子类行业进行研究和分析，并在此基础上精选稳定增长的优质消费个股。

今年以来，市场风格转换明显，个别中小创板块涨幅居前，而去年备受追捧的白马股出现分化走势。白马股集中的消费板块是否会受到市场风格转换的影响，以致估值吸引力下降？对此，李琛表示，所有大级别的风格转换，其最基本的出发点都是盈利。消费行业整体估值处于合理区间，即使风格发生较大变化，消费行业龙头公司也不会缺乏竞争力。尤其注重对于龙头企业的布局：“价值股和成长股可能都有机会，但未来更需关注龙头企业，因为任何风格转换都是龙头股占优。”

兴业基金也表示，除看好部分“独角兽”企业所代表的新经济领域外，传统大消费板块中的医药股也是他看好的方向，其中包括创新药、医疗服务、医药连锁等领域。■

盛传阿里京东回归正酣 A股“独角兽”迎来严考

最近，“独角兽”、CDR都成为“两会”议论的高频热词，作为中国鼓励新经济发展的政策之一，CDR有望为“独角兽”企业孕育一片更肥沃的生长土壤

《投资者报》记者 吴悦

今年“两会”以来，随着政策层面明确提出培育中国独角兽企业的目标，A股的独角兽概念股掀起一波炒作热潮。截至3月21日，“独角兽概念”板块3月以来累计涨幅已高达14.63%，而同期沪指涨幅仅为0.22%。

不过就在近日，有消息称阿里巴巴、京东有可能成为首批CDR (China Depositary Receipt，中国存托凭证) 试点公司，百度也有可能为首批名单中，并最快将于6月回归A股。倘若这些中国互联网巨头们回A成行，会对A股市场带来哪些冲击和影响？

而另一个值得关注的问题是，近日对于美国的独角兽企业反倒是一个“多事之春”，截至3月28日，汇聚了美国最多独角兽企业的纳斯达克指数已经自3月最高点跌去近10%，这对A股的独角兽概念板块会不会形成一个拖累？

针对上述问题，《投资者报》记者采访了业内专家，以期为投资者提供一些有价值的参考。

巨头回归 为何不走寻常路

此前，众多中国的科技公司由于A股对企业的盈利要求、不允许设置特殊股权结构等因素，大多选择在境外资本市场上市。而此次“两会”前后，监管层频频表态有望推出中国存托凭证（CDR）帮助BATJ等互联网巨头回归A股。据媒体公开报道，目前证监会已经成立专门的CDR工作小组，筛选将回归A股的“独角兽”企业。

根据定义，CDR指的是存券机构将在海外上市企业股份存放于当地托管机构后，在中国大陆发行代表这些股份的凭证。CDR与普通股类似，不仅可以在二级市场交易，还可以通过增量发行方式进行融资。凭证持有人实际上是寄存股票的所有人，其权利与原股票持有人相同，CDR可在交易所或柜台市场交易。

业内人士分析称，海外独角兽回归A股，无论是采用IPO，还是CDR形式，其最大区别在于，前者可以实现再一次融资，股票涨跌会计入A股指数，后者则没有这两种功能，只是一些原

始股东可以以A股的估值去卖出股票，而A股的投资者也有了一个渠道去投资这些互联网巨头公司，分享优质公司成长带来的红利。更重要的是，CDR形式回归对于A股市场的抽血效应会小得多，无疑对A股利好。

因此，如果管理层推动的创新只是这个CDR的话，海外上市的互联网巨头回归的诱惑和动力就要打折了，类似巨人网络、360等公司以借壳形式回归后估值较海外暴涨数倍的“神话”可能就没那么容易上演了。A股投资者也不用担心成了高估值的“韭菜”。

对此，四川大学潜龙金融工程实验室主任、四川量化对冲学会副会长、华西证券客座教授白晓毅在接受《投资者报》记者采访时也表示：“CDR的模式类似于美国市场的存托凭证，国际上有先例，因此BATJ这类在海外上市的中国独角兽们以这种形式回归是完全可行的。”

在谈到这批独角兽企业的回归将如何影响A股市场时，白晓毅指出：海外独角兽的回归，对同类公司的估值提升有一定作用，短期可能会有高涨的情绪推动价格脱离价值。此外，这批独角兽的回归，对A股市场的整体结构改善也有好处，对新技术、新经济是重大利好。从中也体现出政策层面的导向，更愿意走先进技术、先进服务的路径，同时愿意打破规则，让政策更接地气，也让那些真正优质的公司更方便回归，这也符合我国经济战略中构建资本强国的要求。

A股“独角兽”将迎来严考

尽管海外上市的独角兽回归A股从中长期看是一大利好，但短期也有一些值得警惕的因素。

近日，对于全球独角兽最为集中的美国纳斯达克市场来说可谓“多事之春”，先是Facebook（脸书）泄漏5000万用户隐私引发股价大跌，随后是特斯拉被疑造假。此外，亚马逊、奈飞等一大批科技巨头的股价也纷纷展开调整。

此外，超级独角兽腾讯最近似乎也不那么太平，在公布了超预期的优秀年报后，第一大股东南非报业宣布大幅减持，3月27日，腾讯总裁刘炽平也减持了100万股，套现约4亿港元。要知道按公开

资料，刘炽平可以说是腾讯仅次于马化腾的二号人物，此时的减持自然会受到市场各方瞩目，当然，也引发了对于其下一步动向的猜测。受此影响，腾讯股价已经从最高点476.6港元跌到3月28日的收盘价420港元，一周多时间，跌幅近10%。

那么，新问题就来了，对于A股投资者来说，如果这些超级独角兽的估值都要经受一番考验，而在A股市场上，一些公司质地远远不如上述企业的那些独角兽，或准独角兽们的成色无疑将会经受更大的考验。

对此，白晓毅教授的看法是，与美股相比，A股在90%的时间里走势是相对独立的，这与金融监管政策有关，同时进入A股市场的外资总体比例较小，经过了细心筛选，因此能够进来的资金大多也是“听话”的资金。总体来看，受益于政策层面明确鼓励中国的独角兽企业在A股上市，创业板市场下半年很大概率会有一波行情。

那么，当下投资者如何把握其中的投资机会呢？不少业内人士表示，如果想要在这一波独角兽红利中有所斩获，一是留意那些持有海外上市的独角兽公司股份的A股公司，一旦这些公司回归A股后估值提升，相关持股公司的收益也能有所提升。不过以CDR形式回归的话，对估值提升幅度的预期不宜太高。另一条主线，还是要潜心研究有行业垄断性和业绩高成长性的中小创龙头公司，而不要被市场的喧嚣转移注意力。白晓毅指出，其中，文化板块、基因测序、人工智能等领域真正具有成长潜力的公司，如昆仑万维、光环新网等公司，值得投资者持续关注。■

A股独角兽概念股一览				
公司代码	公司名称	市盈率(动态)	细分行业	地区
000532	华金资本	132.67	元器件	广东
000555	神州信息	88.01	软件服务	深圳
000676	智度股份	25.19	互联网	河南
000793	华闻传媒	29.15	出版业	海南
000829	天音控股	235.16	其他商业	江西
000935	四川双马	123.88	水泥	四川
000936	华西股份	38.04	化纤	江苏
000987	越秀金控	35.57	多元金融	广东
000989	九 芝 堂	28.58	中成药	湖南
002126	银轮股份	22.51	汽车配件	浙江
002131	利欧股份	26.82	互联网	浙江
002137	麦达数字	78.95	互联网	深圳
002141	贤丰控股	897.79	元器件	广东
002208	合肥城建	198.22	区域地产	安徽
002230	科大讯飞	360.11	软件服务	安徽
002249	大洋电机	35.69	电气设备	广东
002266	浙富控股	82.05	电气设备	浙江
002273	水晶光电	36	元器件	浙江
002280	联络互动	334.63	软件服务	浙江
002367	康力电梯	20.5	运输设备	江苏
002390	信邦制药	46.77	中成药	贵州
002407	多氟多	40.06	化工原料	河南
002642	荣之联	2350.93	软件服务	北京
002707	众信旅游	43.83	旅游服务	北京
002782	可立克	106.61	电气设备	深圳
300020	银江股份	45.27	软件服务	浙江
300100	双林股份	25.88	汽车服务	浙江
300236	上海新阳	85.9	半导体	上海
300300	汉鼎宇佑	148.83	软件服务	浙江
300324	旋极信息	55.36	软件服务	北京
300390	天华超净	121.47	元器件	江苏
300418	昆仑万维	37.5	互联网	北京
600196	复星医药	33.22	化学制药	上海
600400	红豆股份	19.88	服饰	江苏
600422	昆药集团	21.04	中成药	云南
600466	蓝光发展	28.49	区域地产	四川
600571	信雅达	115.05	软件服务	浙江
600577	精达股份	23.48	电气设备	安徽
600635	大众公用	30.25	供气供热	上海
600728	佳都科技	74.44	软件服务	广东
600770	综艺股份	187.38	综合类	江苏
600869	智慧能源	62.91	电气设备	青海
600895	张江高科	38.95	园区开发	上海
601258	庞大集团	35.35	汽车服务	河北
601801	皖新传媒	14.46	出版业	安徽
603019	中科曙光	107.98	电脑设备	天津
603366	日出东方	42.69	家用电器	江苏

数据来源:通达信

2018年4月2日

“零食第一股”利润跑哪了 来伊份电商短板亟待补足

来伊份最大的优势是门店，电商则是其短板，但如今零食的消费人群购买思维发生变化，基本上集中在电商渠道，这种消费习惯的改变对来伊份是一大挑战

《投资者报》记者 向劲静

近日，作为“零食第一股”的上海来伊份股份有限公司（以下简称“来伊份”，603777.SH）公布了2017年年报。这份财报一出来，投资者第一个疑惑就是：为何出现“增收不增利”？钱都花哪去了？

此外，对于这类企业来说越来越重要的电商渠道方面，来伊份到底表现如何？特别是堪称，电商消费最高峰去年的“双11”时期，公司的销量到底如何？从年报中可以看出，虽然电商业务的销量有所增长，但和竞争对手比起来，来伊份依然有很大的差距。那么，在电商业务方面，来伊份接下来打算如何改进？

一直鲜有打广告而来伊份，在上市后也开始大面积进行广告营销，不过从业绩情况来看，似乎效果欠佳。未来，公司针对广告营销这块又有何计划？针对上述问题，《投资者报》记者多次联系来伊份相关人士，但其电话一直处于无人接听状态。

为何增收不增利？

来伊份近日公布了2017年的业绩“成绩单”，根据年报数据来看，用“增收不增利”来概括是最为恰当的。

根据2017年年报数据，来伊份去年的营业收入为36.36亿元，较上年同期增长12.35%。对于营业收入的增长，来伊份表示，主要得益于该公司全渠道营销网络的优化建设以及公司门店的稳步扩张。按照渠道划分，2017年度直营零售收入约为29.61亿元，较2016年度同比增长8%；2017年度电子商务平台收入约为3.72亿元，较2016年度同比增长55%；加盟商批发收入约为1.36亿元，较2016年度同比增长18%；2017年度团购及经销商收入为1.06亿元，较2016年度同比增长47%。截至2017年12月31日，来伊份门店数量为2460家，较2016年底2260家门店净增长200家。

“看外表”的同时，还得仔细看“里子”。虽然来伊份的营业收入有所增长，但其净利润却不如其人意。

数据显示，2017年来伊份归属于上市公司股东的净利润约为1亿元，较上年同比下降

25.37%，扣非后净利润更是同比下降28.83%。

其中，值得注意的是，来伊份的主营产品包括炒货及豆制品、肉制品及水产品、蜜饯及果蔬、糕点及膨化食品，这些产品的毛利率一直都处于较高水平，也是行业偏高的利润限度。在上市之初，来伊份的毛利率平均在46%左右。

但《投资者报》记者通过查看来伊份2017年的年报发现，上述主营产品的毛利率均出现不同程度的下降。炒货及豆制品、肉制品及水产品、蜜饯及果蔬、糕点及膨化食品的毛利率同比分别减少2.65个百分点、2.15个百分点、0.98个百分点和0.73个百分点。

还有一个值得注意的现象是，来伊份2017年年报中存货的数据为4.17亿元，同比增长42.23%。这对于食品类的企业来说尤其不乐观，因为这类食品的保质期大多数限于12个月，大量的存货最终只能以促销形式去销售，如此一来自然会减少净利润。

亏损从何而来？

既然整个2017年的业绩情况是“增收不增利”，那么，钱到底花哪儿去了？来伊份对此的解释称，“主要是由于公司电子商务平台亏损增加以及公司广告宣传费用增加造成的”。

来伊份2017年的年报当中，针对线上电商平台的描述是：2017年公司继续加大对线上业务的投入，线上业绩延续2016年度快速增长势头。报告期内，电子商务平台收入为3.72亿元，较2016年度同比增长55%。截至2017年12月31日，公司自营移动APP商城下载量超过400万，APP商城全年业绩同比增长近60%，11月份APP单月销售突破2000万，创出历史新高。

既然都是如此高增长，亏损从何而来？由于《投资者报》记者多次联系来伊份方面，对方的电话一直处于无人接听状态，所以不得而知。

不过从另外一个数据能看出，来伊份和竞争对手之间，在电商平台这块的销售情况的确有差距。

就拿去年的“双11”战绩来说，三只松鼠

交了一份5.22亿元的成绩单，而同时期的来伊份仅仅只是公布发货包裹近55万个，共计箱数5500多个，电商销量同比翻番、全渠道同比增长30%，但未透露具体销售数据。

电商短板的差距

而从来伊份刚刚公布的2017年电商数据来看，全年的电商收入不如三只松鼠“双11”一天的收入。对比来看，来伊份在电商业务方面的确还需要再加把劲才行。

就此，中国食品产业分析师朱丹蓬表示，来伊份最大的优势是门店，最弱的是电商，但零食的消费人群购买思维发生变化，基本上集中在电商渠道，这种消费习惯的改变对来伊份是一大挑战。

另一方面，来伊份提及因广告宣传费增加，而造成“增收不增利”。根据年报数据来看，2017年来伊份的广告宣传费为1.1亿元，去年的金额为7041万元，多3900多万元。

据了解，在2008年以前来伊份几乎不打广告，在上市后在广告营销投入上则逐渐高调起来。去年在“双11”期间，来伊份与《王者荣耀》的AG超玩会战队合作，组织了多场大型直播。有业内人士认为，这种合作，没有太多消费者会关注来伊份，因为重点是游戏，花了大钱但效果欠佳。由此可见，来伊份在营销方面的效果也有待改进。

品牌营销专家路胜贞表示，来伊份今后的挑战主要是消费者认同的问题，因为来伊份地域消费特点明显，所以能否打破这种局限是未来非常大的挑战。

“来伊份上市后利润下滑，或许是为获取一个长期的市场，以牺牲短期的利润，进行市场培育，等市场基础工作做好了，利润也就起来了。”路胜贞说。

值得注意的是，上市后的来伊份股价曾出现暴涨，在创出82.37元/股的高点后，来伊份股价便一路震荡下行。若以复权价计算，来伊份股价自创出高点至今，跌幅已经超七成。对于目前的来伊份而言，如何保障投资者的利益或许也是个难题。■

唯一央企影视上市公司或易主 华录百纳将走向何方仍是谜团

影视文化产业近年来成为资本追捧的对象，这个行业看似资金门槛并不高，实则需要大量的专业化人才，在越来越多的资本大佬入局后，让影视业的生态已经悄然发生了变化

《投资者报》记者 向劲静

持续两个月之久的北京华录百纳影视股份有限公司（以下简称“华录百纳”，300291.SZ）股权转让一事终于有了下文。

近日，华录百纳发布公告称，其大股东华录文化产业有限公司（以下简称“华录文化”）确定盈峰投资控股集团有限公司（以下简称“盈峰集团”）与宁波普罗非投资管理有限公司（以下简称“普罗非”）组成的联合受让方为此次股权转让受让方。华录文化拟将其持有的约1.43亿股华录百纳股权（占总股本17.55%）转让给盈峰集团、普罗非，合计转让金额高达18亿元。目前，交易双方已经签署了股份转让协议。

倘若交易完成，盈峰集团将变成华录百纳的控股股东，而华录百纳的实际控制人也变成何剑锋。对此交易，有投资者提出疑问，控股权转让手后，华录百纳的主业是否会有变化？何氏父子是否会将其其他资产注入上市公司从而改变公司主业？这是否是变相借壳？

《投资者报》记者就以上问题，联系华录百纳董秘李倩，她告诉记者：“因本次股份转让目前处于国资委审批阶段，尚存较大不确定性，待国资委审批通过以后，再就相关问题进行解答。”

“门外汉”将入主？

在华录百纳发布控股股东拟转让股份的消息两个多月后，其接盘方终于水落石出。华录百纳新的实际控制人将是美的集团少东家，盈峰环境的实控人何剑锋。其与父亲何享健以1850亿元人民币的财富登上2018胡润全球榜34位，大中华区第7位。

据了解，盈峰集团是何剑锋于1994年创办的企业。此次受让1.02亿股股份，占公司总股本的12.55%；普罗非为何剑锋的父亲何享健控制，受让4062.3万股股份，占公司总股本的5%。

盈峰集团和普罗非合计支付标的股份转让款18亿元，每股受让价格为12.6263元，按照3月22日华录百纳的收盘价，每股溢价约4.5%。交

易完成后，盈峰集团为公司控股股东，实际控制人变为何剑锋。

值得注意的是，此次华录文化持股转让后，华录集团并未完全退出华录百纳，其仍将是上市公司的第二大股东。

同时，华录百纳在此前征集受让方时还要求，拟受让方具有促进上市公司持续发展和改善上市公司法人治理结构的能力、拥有与上市公司匹配的资本实力、商业资源和商业信用，具备较强的产业运营能力和实力等。因此，业内人士猜测，此次“易主”可能是通过引进外部实力资本，以改善公司经营状况。

净利锐减七成

不过值得注意的是，2017年华录百纳的业绩有所下降。根据其业绩快报显示，去年公司预计营业收入22.64亿元，比上年同期减少12.09%；归属于上市公司股东的净利润1.08亿元，比上年同期减少71.35%。

究其原因，华录百纳公告称，主要是受行业整体招商和市场竞争加剧影响，综艺板块短期利润不达预期。此外，公司根据减值测试结果计提部分商誉减值，最终减值金额将在中介机构评估、审计后确定，对上市公司利润亦有一定负面影响。

其实对于这样的业绩，大部分投资者并不感到意外。毕竟华录百纳去年上半年出品的《深夜食堂》植入广告遭群嘲，《秦时丽人明月心》（又名《丽姬传》）收视率未达预期，华录百纳电视业务年轻化的转型遭遇“滑铁卢”。

虽然综艺板块在近两年来成为华录百纳主要的盈利来源之一，然而根据公司此前公布的财报数据来看，2016年中至2017年中，期间公司综艺的收入分别为3.83亿元、8.23亿元和0.92亿元，同比增长10.85%、11%和下降76%；毛利分别为0.61亿元、1.92亿元和-0.08亿元。从这些数据可以看出，公司综艺板块的运转情况也并不如意，利润逐渐减少。

再加上华录百纳收购的蓝色火焰制作的多档综艺收视率偏低，招商不利，从而使得原来

的现金牛沦落成失血大户。

下一步走向何方？

据悉，此次接盘华录百纳，其实并非何氏父子首次投资影视板块。早在2012年，盈峰集团就与刘燕铭控制的海润影视关系密切，两者共同设立无锡海润盈峰影视投资管理有限公司，盈峰系合计占比达到50%。

另外，盈峰集团与麒麟网北京影视文化传媒有限公司共同成立麒麟盈峰电影投资无锡合伙企业（有限公司）。盈峰基金曾以6359万元参投海润影视的四部电视剧《犀利仁师》、《离婚男女》、《回马枪》、《抗日奇侠刘黑仔》，投资比例20%-30%不等。

有业内人士表示，此次收购后在短期内进行资本运作的可能性并不大，主要还是何氏父子为完善产业布局做出的选择。但是根据何剑锋此前的收购业务，与海润影视的整合或许是下一步动作。

值得注意的是，自2010年以来，海润影视第4次折戟资本市场。而海润影视的另一大合作方盈峰投资成功入股华录百纳，是否会掀起海润影视的第五次上市？何氏父子是否会将其其他资产注入上市公司从而改变公司主业？这是否是变相借壳？由于华录百纳董秘表示，此次股份转让行为尚需上报国务院国资委批准，暂不能对这些提问进行解答，所以也无从知晓。

即使不会被借壳，何氏父子作为“门外汉”能否担当华录百纳的控制人？能否做好影视这门生意？这也需要后续的观察。

近年来，已有大批“门外汉”入局影视公司，其中包括BAT在内的互联网公司。比如：早年间苏宁宣布收购PPTV、国美在手机APP中推出电影票购票业务、奇虎360与光线传媒合作进入视频网站、58同城宣布成立旗下影业等等，然而这些“门外汉”入局后，往往是以热热闹闹开场，后续发展呈现雷声大，雨点小，有些合作甚至不欢而散。此次何氏父子入主华录百纳后，能否下好影视文化这盘大棋？《投资者报》将持续关注。■

复星国际2017业绩亮眼刷屏 步步为营背后产业扩张杀手锏

探究业绩高增长背后的发展脉络和逻辑，在复星的眼中，都缘于这个世界发生了深刻的变化，以及复星自身积累的丰富的实践经验、扎实的资产基础和人才基础

《投资者报》华山/文

2018年3月27日，复星国际有限公司（香港联合交易所股份代号：00656）及其子公司在香港举办了2017年全年业绩发布会，其靓丽的业绩扑面而来，一下子走进了投资者的视线。公司2017年全年收入达人民币880.3亿元，同比增长19%，归属于母公司股东之利润达人民币131.6亿元，同比增长28%，毫无悬念，再创历史新高。

年报数据显示，在过去5年里，复星国际每股盈利年复合增长率达到21%，2017年每股盈利同比增长达到了

29%，也就是1.77港元，折合人民币1.53元。基于2017年优异的业绩表现，董事会决定将2017年每股分红到0.35港元，同比增长67%。分红率也提升到整体的20%。

从各个产业板块来看，复星国际在“健康、快乐、富足”产业的收入同比均大幅增长。对此，复星国际董事长郭广昌表示：“2017年是复星成立25周年，集团取得自成立以来的最佳业绩。25年来，作为一家植根中国的全球化企业，厚积而薄发，积累了深厚的产业运营能力，并致力践行‘以家庭客户为中心，智造植根中国的全球幸福生态系统’战略，持续打造具备全球化视野及能力的人才队伍，推动C2M（Customer to Maker客户到智造端）战略不断前行。基于2017年优异的业绩表现，董事会提议大幅提升每股分红至港币0.35元，持续为股东创造并分享价值。”

复星国际三大生态业绩亮点：

●健康生态

2017年，健康生态贡献归属于母公司股东之利润占比为10.4%，同比增长32.1%，成为增长最快的业务板块。

●快乐生态

2017年，快乐生态归属于母公司股东之利润贡献占比为3.8%，同比增长6.1%。地中海俱乐部及豫园股份随着运营的不断改善，2017年利润同比大幅上升。

●富足生态

富足生态由三部分组成，即保险及金融、投资和蜂巢地产。其中，归属于母公司股东之利润贡献分别是人民币39.0亿元、52.2亿元及21.7亿元，分别同比增长59.9%、22.9%及4.6%。

产业运营能力带来的巨变

《投资者报》记者仔细翻看这份成绩单，不难发现，靓丽业绩数据背后，其实来自于关键因素的驱动。对此，复星国际董事长郭广昌称：“复星2017年业绩表现强劲，主要基于我们强大的产业运营能力，以及持续优化资产配置的能力。2017年，我们的产业运营能力明显提升，一方面，复星医药、地中海俱乐部、豫园股份、BCP、南京南钢等企业经营利润显著增长；另一方面，集团秉承价值投资理念，围绕C2M战略，全年新投资的项目超100个、退出的项目超过50个，10个项目成功IPO。”

“我们相信，通过复星多年汇聚的产业能力、科技创新能力，以及已能触达约3500万家庭客户的ONEFosun生态，C2M战略将进一步推进并创造价值；此外，通过对客户的深入理解，有助于持续提升我们的产品力和消费体验，并为成员企业创造价值。作为C2M战略的重要组成部分，‘有叻’会员忠诚度计划（‘有叻’）已正式上线，基于对客户行为和数据的精准分析，将更有效地帮助成员企业持续改善客

户消费体验，我们相信‘有叻’一定会成为提升成员企业产品力及客户满意度的得力帮手。”

展望未来，郭广昌说：“我们要继续推进C2M战略，专注核心产业运营，加大科技创新投入，不仅要中国动力嫁接全球资源，更要为客户智造全球领先的产品和服务体验。2017年成果丰硕，对于未来我充满信心。”

步步为营 不断挑战产业巅峰

具体到复星国际业绩和未来全球化战略时，郭广昌特别强调：“复星在打开了一个巨大成长空间的同时，我们是步步为营的，复星每一步都是很扎实的。这个步步为营可以在两个方面跟大家持续地强调一下，第一个步步为营是：围绕家庭客户的重要产业链上的企业都是非常重要的，我想说我们每一个投资、每一个资产投入本身都是好的，本身都是非常盈利的。我们绝对不会为了战略而战略。最近大家看到我们对青岛啤酒的投资，其对复星整个战略来说也是非常契合的。但是在时机把握、价值把握上，都是合适的。第二个步步为营是，复星从培育、发展壮大的每一步都不是靠烧钱模式，每一步都是盈利，每一步都是为股东带来价值的。复星已经有了很多的超级物种，这些物种本身在复星生态系统里茁壮成长，以前这些弱关联，已经可以为复星带来价值，现在逐渐变成强关联。”

郭广昌举例说：“首先让他们变成一个一个闭环。比如变成年轻家庭服务闭环，变成家庭旅游服务闭环等等，我们把这些闭环接连打通，变成‘有叻’服务体系。每一步都能够像化学反应一样带来更多价值。复星所做的一切每一步都是非常扎实，每一步都不是靠烧钱，每一步都不是靠想象力，而是稳扎稳打。这就是我想象当中未来三到五年复星要走的路。”

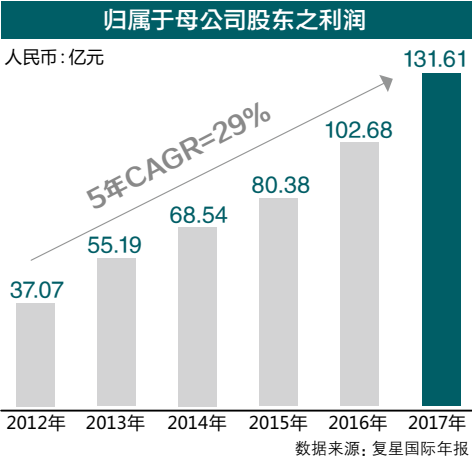
稳扎稳打的产业基础、可以提供持续的现金及利润，可以持续夯实核心的C2M战略，根植于回到以家庭客户为中心，围绕着健康、快乐、富足的不同的产品，对复星未来的谋局而言，可谓是兵强马壮、粮草充沛。■

复星国际2017业绩亮点

净利润 (人民币:百万元)	2017年	2016年	同比 变化(%)
健康生态	1,372	1,039	32.1
快乐生态	498	469	6.1
富足生态	11,292	8,760	28.9
保险和金融	3,903	2,440	59.9
投资	5,218	4,245	22.9
蜂巢城市	2,171	2,075	4.6
合计	13,162	10,268	28.2

人民币	2017年	2016年	同比 变化(%)
归属母公司股东的净利润 (人民币:百万元)	13,162	10,268	28.2
基本每股收益 - 人民币	1.53	1.19	28.6
稀释每股收益 - 人民币	1.53	1.19	28.6

港元	2017年		
12月31日	2016年		
12月31日	同比变化 (%)		
每股净资产	14.07	12.01	17.2
调整后每股净资产1)	33.28	26.01	28.0



上市房企2017年报大比拼 龙头举债拼规模日益激烈

在当前房地产发展马太效应的驱动下，不当龙头似乎极难生存，因此众多房企更多是高比例举债，加速扩张。从已经发布了年报的上市房企中，可以更清楚地看出这一趋势

《投资者报》记者 周月明

自进入3月份以来，A股上市房企2017年年报也陆续公布。据Wind数据，截至3月29日，128家A股房企中已有49家发布了2017年年报。其中，营收目前排在A股房企前三位的是万科、招商蛇口和新城控股，分别为2428亿元、754亿元、405亿元。

那么，从年报数据来看，这3家上市房企在2017年表现如何呢？业绩情况、拿地布局以及资金链条等具体运营状况怎样？《投资者报》记者联系了新城控股陈姓负责人，称将对记者问题做出一些解释。与此同时，记者发送到招商蛇口公开邮箱的采访函被退回，且并未联系到公司方姓负责人，因此未得到公司答复。

新城控股拿地较激进

首先从整体业绩情况来看，万科、招商蛇口和新城控股2017年营收分别为2428亿元、754亿元、405亿元，同比增长1%、18%、44%。这3家公司业绩规模并不属于同一层级，但就营收增长率来看，体量最大的万科增速也最慢，增长空间已相对较小。

而从2017年净利润来看，万科、招商蛇口、新城控股分别为372亿元、150亿元、62亿元，同比增长46%、38%、81%，招商蛇口虽然营收增速较万科高，但净利润增长却最为保守。而且，值得注意的是，招商蛇口2017年的销售毛利率为37%，为3家最高，万科34%、新城控股35%，为何在销售毛利率较高的情况下净利润增长还相对较慢，是否是销售数量上有所减少？

对于一家房地产公司来说，其现金流量表中的采购商品、接受劳务支付的现金这一指标非常重要，可以借此判断房地产公司的拿地战略。而据这3家公司的2017年年报，万科、招商蛇口、新城控股2017年整年购买商品、接受劳务支付的现金分别为2348亿元、613亿元、594亿元，同比增长31%、14%、175%。可以看出，新城控股在2017年拿地战略最为激进，且其拿地支出已经超过了2017年的营收额。

有专家认为，新城控股这样的发展战略也是因为在当前房地产发展马太效应的驱动下，不

当龙头极难生存，众多房企无论是追求规模还是加速拿地都是为争夺龙头地位。千亿门槛只是龙头房企阵营的“入场券”，在冲千亿、增业绩压力下，房企抢地导致土地溢价率快速提高。

此外，从存货来看，万科、招商蛇口、新城控股2017年分别为5980亿元、1642亿元、763亿元，同比增长27%、43%、93%，从这一数据也能看出，新城控股正在紧追猛赶龙头的步伐。而招商蛇口无论从拿地还是存货来说都相对平淡，且其2016年的存货还同比减少5.9%。那么该公司近两年策略是否更加集中在去库存上？若在激烈的竞争中不抢地却加速存库存，会否在未来几年的龙头争夺战中失去优势？对上述问题，截至发稿记者还未得到招商蛇口更详细的解释。

招商蛇口举债成本较高

除了整体业绩以及拿地情况外，上市房企的资产结构、经营策略、经营效率和负债情况也是考量公司竞争力的重要指标。

看一家公司的资产，首先要对其资产进行大体分类，具体可分为金融资产、长期股权投资、经营类资产。其中，经营类资产（也就是靠公司日常运营积累的资产）又包括周转性资产（如存货项目、货币资金）和长期资产（如固定资产、无形资产和在建工程）。而多数房地产公司都没有太多的长期资产，资产主要集中在经营类资产上，也就是存货项目和货币资金上面。

资产负债率方面，万科、招商蛇口、新城控股这3家公司2017年资产负债率分别为83%、72%、85%。总负债同比增长率分别为46%、38%、81%。由此看来，新城控股在更为激进的发展模式下，债务扩张也最快，招商蛇口相对平稳。

不过，在房地产业靠比拼规模快速扩张的周期，房地产公司负债率普遍较高，因为在具体运营中，它们的预收款项、应付款项都相对较高。也就是说，在整个生产链条上杠杆较高，多占用别人的资金来挣自己的钱。不过，占用的外界资金中，有的不需要付息，有的则是付息资金。投资者更应该关注的是房企的有息债务率，

万科、招商蛇口、新城控股2017年报对比							
公司名称	营业收入	净利润	经营现金流净额	负债率	每股收益 (截至2017.12.31)	净资产收益率 (截至3.30)	动态市盈率 (截至3.30)
万科	2428亿元	372亿元	823亿元	83%	2.54元	21.80%	13倍
招商蛇口	754亿元	150亿元	-47亿元	72%	1.55元	19.50%	14倍
新城控股	405亿元	62亿元	-104亿元	85%	2.71元	30.10%	13倍

数据来源：Wind

有息债务即需要偿还利息的债务，比如银行借款等。有息负债率越低，证明企业的举债成本越低。

据2017年年报，《投资者报》记者大体推算出万科、招商蛇口、新城控股 2017年的有息债务分别约为1444亿元、856亿元、260亿元，有息债务率分别约为14%、35%、16%。由此可以看出，招商蛇口虽然资产负债率最低，但有息债务率却最高，举债成本也相对较高。

而新城控股虽然负债大举扩张，有息债务率却并没有多高，这意味着其大增的债务多是应付款项或预收款项，也就是经营性负债。而经营性负债大多是不需要偿还利息的。房地产公司在开发过程中，大部分都是用的外界资金，经营性负债率越高，意味着在实际运营过程中，公司自己投入得越少，现金流也就更加宽裕。

此外，据上海国家会计院教授郭永清的计算方法，用日常经营累计的资产（存货和预付账款）减去经营性负债，可以计算出一家房企的营运资本，而营运资本占公司营收的比例，则能反映出这家公司的运营效率。这个比例越高，意味着公司需要投入更多的钱才能带来相同的营收，运营效率也就越低。《投资者报》记者由此大体推算出万科、招商蛇口、新城控股营运资本占公司营收的比例分别为-67%、20%、-111%。这是否意味着招商蛇口在三家公司中运营效率相对较低？目前还未收到答复。

截至2018年3月30日，万科、招商蛇口、新城控股的股价分别为33.29元、21.8元、35.18元，市盈率分别为13倍、14倍、13倍，年报发布以来都呈上升趋势。■

华昌达暴跌背后迷雾 实控人欠债30亿海外“看病”

在债务危机、重组失败曝出之前，大股东已经有序地安排了开具国外医院诊断证明、辞去董事会有职务、离婚分割财产、离境等事宜

《投资者报》记者 刘露扬

重组失败、实控人欠债30亿元，A股上市公司华昌达智能装备集团股份有限公司（股票代码300278，以下简称“华昌达”）最近股价接连被砸停。

这次危机的真正原因是什么？又将会如何发展？《投资者报》记者阅读了大量相关资料并设法向华昌达的董秘办发出问询，然而截至发稿，华昌达方并未对记者的问题做出回复。

“并购重组支撑业绩”模式遭两连败

于2011年12月上市的华昌达是一家智能自动化装备工业集团，其业务涵盖工业4.0、机器人集成自动化、输送/物流仓储自动化、航空航天装备和动力总成产品等。

据统计，上市以来，华昌达已发起收购案件9件，涉及的并购标的就达到11家。这是典型的通过并购重组支撑业绩的外延式发展模式。

不过，这个模式在2017年遭到了挑战。10月25日，华昌达对外宣称，公司正在筹划重大跨境战略合作事项，并开始停牌，随后在12月20日又变更为筹划重大资产重组继续停牌。按照公司公告，华昌达原拟以支付现金的方式购买上海喜平智能科技有限公司（以下简称“喜平智能”）100%股权，资金筹集方式和来源等具体问题还有待商讨。

然而5个月过去后，今年3月25日，停牌已久的华昌达发布公告决定终止收购喜平智能，并决定于次日复牌。对于终止重组的原因，华昌达给出了三点解释。第一，并购标的复杂，相关审计、评估工作短期难以完成；第二，公司与交易对方就交易方案的重要条款未能达成一致意见；第三，现金交易的资金来源受到相关金融机构政策调整的影响无法在短期内筹措到位。

资本市场对华昌达的解释做出的回应是：26日复牌当日，华昌达遭遇117万手卖单封住跌停，直到29日发稿，华昌达股价累计共连续经历了4个跌停。截至发稿，其股价为11.23元/股，较停牌前的17.12元/股累计下跌34.4%。

而这还不是华昌达首次重组失败。在2017年8月9日，华昌达也曾宣布终止对两家航空装备制造企业的收购计划。

实控人“看病”还是“跑路”？

重组告吹、股价大跌与实控人的巨额债务危机也有着难以撇清的关系。

就在华昌达发布终止重组复牌公告的当天，公司还发布了一份关于公司控股股东颜华的债务纠纷问题的公告。该公告称，颜华或/及罗慧的总共负债近30亿元。据悉，2017年12月7日，华昌达收到武汉中院签发的《民事裁定书》，之后又陆续接到法院文书，均为公司控股股东颜华个人信贷问题产生的债务诉讼。因颜华的上述债务纠纷问题，华昌达分别涉及与武汉国创资本投资有限公司（以下简称“武汉国创”）、北京华夏恒基文化交流中心（以下简称“华夏恒基”）、邵天裔的债务纠纷诉讼案件。

截至该公告日，颜华持有华昌达股份数为1.64亿股，占华昌达总股本的30.15%，其中被司法冻结的股份数约为1.64亿股，占其所持华昌达股份的100%，占华昌达总股本的30.15%。

此前两天（2017年12月5日），华昌达发布公告，公司实际控制人之一罗慧女士与颜华先生经友好协商，已办理离婚手续，解除婚姻关系。两人在《自愿离婚协议书》中对其二人持有华昌达智能装备集团股份有限公司的股份做出分割。颜华持有1.64亿股，罗慧持有1448万股，现协商离婚后归颜华持有1000万股，罗慧持有1.6878亿股。经查询，颜华所实际持有的华昌达股份为16433.1158万股，与上述16430万股存在一定出入。

有媒体称，经查证2017年12月5日，离婚不久的颜华只身前往香港，此后再无入境记录。

早前的2017年7月，颜华主动辞去董事会全部职务，由华昌达现任董事长陈泽接任。据陈泽称，“当时我也觉得比较意外，但未想到有这么大的窟窿在。”陈泽曾对媒体表示，交接过程中颜华给出的理由是身体不好，还拿出了一家国外某大医院的诊断证明。

如此周密的安排，让人怀疑其“看病”只是个幌子。

留下的“烂摊子”谁来解决

然而，实控人虽然走了，留下的“烂摊子”还得解决。因与华夏恒基的债务纠纷诉讼案件，华昌达的相关多个银行账户遭到冻结；华昌达持有的上海德梅柯汽车装备制造有限公司100%股权也难以幸免；以上冻结财产限额约为5262万元。对此，华昌达曾公开表示，“经公司核查相关情况确认，上诉债务系颜华涉嫌伪造公司公章、董事会决议、法定代表人印章骗取贷款所为，与公司无关，公司已向公安机关进行了报案并已公告。目前，公安机关就案件有关情况进行了问询，并根据要求补充了有关材料和线索，有关案件尚在公安机关处理进程中。”

而关于与武汉国创债务纠纷诉讼案件进展情况，华昌达也曾公开表示，2018年1月31日，公司收到了武汉中院送达的应诉通知资料，武汉国创因民间借贷纠纷一案将公司列为被告一、将颜华列为被告二向武汉中院进行了起诉。武汉国创称，公司曾与其签订借款合同及补充协议，约定公司从其处借款两亿元，颜华对上述借款承担连带责任担保。武汉国创要求归还上述借款本金及利息并承担诉讼费用。目前，该案件尚未开庭审理。

3月28日晚间，身处风口浪尖的华昌达再次发布公告称，为解决30亿元债务问题，颜华和罗慧所持有的公司约1.79亿股股票（为二人所持公司全部股份。编者注）将予以转让。华昌达表示，公司已与债权人充分沟通并初步达成大股东颜华债务问题的整体解决方案：由二股东石河子德梅柯拟与多家证券、银行等金融机构成立“华昌达大股东颜华债务专项重组基金”。

该方案的具体实施方式为，将颜华和罗慧所持有的华昌达约1.79亿股股票通过协议转让的方式转让给债务重组基金。由债务重组基金接手全部债务，同所有债权人达成整体的债务重组协议，基金根据16家债权人的不同诉求，分类偿还债权人债务。华昌达称，就拟成立颜华债务专项重组基金事宜，华昌达将于近期请政府组织召开第二次债权人会议，相关细节内容仍需进一步协商确定。需要注意的是，料理后事的整个过程，包括股权的转让，并没有看到颜华和罗慧的身影。■

现代制药收购威奇达之殇

2017年度，现代制药斥巨资收购的两家公司合计完成的业绩不足业绩承诺总额的50%，在惨淡业绩的背后，神秘人韩雁林成为一个最大的获益者

《投资者报》记者 秦剑 高芳芳 上海 北京报道

2018年3月22日，现代制药（600420.SH）披露了《上海现代制药股份有限公司关于重大资产重组2017年度盈利预测实现情况的说明及致歉公告》，现代制药于2017年3月9日溢价117.89%[(估值-账面价值)/账面价值]收购的国药集团威奇达药业有限公司（下称“威奇达”）和溢价209.05%收购的国药集团大同威奇达中抗制药有限公司（下称“威奇达中抗”）2017年度仅分别完成承诺业绩的16.19%和58.75%（威奇达2017年承诺业绩为17990.08万元，威奇达中抗2017年承诺业绩为11188.61万元，威奇达是威奇达中抗的控股母公司，威奇达持有威奇达中抗67%的股权），现代制药深受并购之困。

业绩面临尴尬

对于上市公司来说，并购就像“一场婚姻”，优质标的能让上市公司的市值腾云驾雾直冲云霄，劣质标的则会让上市公司的市值飞流直下三千尺。现代制药重组以来，净利润不仅没有提升，反而下降了4.15%。重组并购标的中“拖欠业绩”最严重的当为威奇达与威奇达中抗两家公司。这两家公司在2017年度仅分别完成承诺业绩的16.19%和58.75%。庆幸的是，双方并购时签署了《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》。根据《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》约定，威奇达原股东中国医药投资有限公司（曾用名：中国医药工业有限公司，中国医药集团有限公司（下称“国药集团”）的全资子公司）向现代制药补充股票29345787股和现金约528.22万元，原股东韩雁林向现代制药补充股票14453895股和现金约260.17万元，威奇达中抗原股东韩雁林向现代制药补充股票4215212股和现金约75.87万元，但是因补偿所得的收入是不可持续的，对于上市公司来说并不是良性发展。虽然2017年归属于现代制药的净利润较2016年增长了8.15%，但现代制药二级市场的表现并不佳，2018年3月22日这则致歉公告披露后，短短两天的时间市值缩水了8.22亿。

公开资料显示，威奇达及威奇达中抗以大发酵及合成为主的产业特性导致其能源消耗较大，2017年度，受到供给侧改革的影响，煤炭及用电价格的上涨幅度加大，能源成本上升。加上环保监管的持续加压，导致威奇达与威奇达中抗上游原材料供应商的减产、生产成本上升，诱发威奇达与威奇达中抗的采购成本上升，可谓是雪上加霜，2017年度威奇达和威奇达中抗的物料成本齐长。

现代制药董秘魏冬松在2018年3月23日投资者说明会上透露，威奇达中抗6-APA生产车间2017年因检修停产了一段时间，但停产时间比预期时间长。市场上有声音透露，威奇达与威奇达中抗因为环保原因停产了将近3个月的时间，但魏冬松否定了该说法。

威奇达与威奇达中抗未能完成承诺业绩，除了内因之外，也受行业政策和行业竞争环境等外因的影响，近几年来，“限抗、限辅、限麻、限门诊输液及营养性药品、控制医院药占比、医保控费、招标限价”等医药政策密集出台，对威奇达与威奇达中抗这类抗生素化药公司的销量产生了重大利空影响，导致营业收入下滑。威奇达与威奇达中抗部分主要产品处于行业产能过剩的态势。如：青霉素工业盐，全球需求约6万~7万吨，而我国产能超过10万吨，产能过剩问题严重，行业盈利情况不佳；7-ACA，全球需求量为4000多吨，而我国国内的产能接近8000吨，行业产能过剩较为严重。

虽然威奇达拥有一步酶发酵法的技术，在行业中有一定的成本优势，但只是杯水车薪，于事无补。

谁是最大获益者？

魏冬松透露，如果威奇达与威奇达中抗的产品售价不能维持目前的价位，威奇达2018年业绩会再次发生不及承诺业绩的风险。

威奇达并购案中有一个神奇人物，他就是该并购案中的自然人交易方——韩雁林。

在了解韩雁林前，先了解一下现代制药

与威奇达“喜结连理”缘起何处。

威奇达于2002年由加拿大第一制药有限公司创建，在人民网刊登的《仟源制药从海外退市求创业板圈钱：涉嫌虚假违法广告》中透露加拿大第一制药有限公司的大股东为韩雁林、翁占国、刘雪梅3人。2005年，威奇达借壳美国凯龙药业在纳斯达克与加拿大TSX市场上市。2010年，中国医药投资有限公司以3.51亿元收购威奇达51%的股权，这是现代制药与威奇达最初的缘起。同年7月，美国凯龙药业私有化，威奇达退出纳斯达克及加拿大TSX股票市场。2016年，国药集团为了解决下属子公司之间同业竞争问题，提出要将现代制药打造成集团的化药平台，威奇达主要产品为阿莫西林、7-ACA、微晶纤维/克拉维酸钾口服混粉（1:1）、阿莫西林/克拉维酸钾无菌混粉（5:1），于2017年3月9日现代制药以约25.8亿完成威奇达100%股权的收购。

韩雁林是威奇达创始股东加拿大第一制药有限公司的大股东，也是威奇达2006年的控股股东奥威生物的实际控制人，2015年12月25日韩雁林以7.6亿元从其所控制的奥威生物处获得威奇达33%的股权。其2012年至2014年在威奇达任总经理一职，2015年至2016年在威奇达任副董事长一职。其在2016年11月18日（即威奇达100%股权过户给现代制药的前一日）任现代制药投资委员会委员、战略委员会委员、董事三个职位，其薪酬为230万/年，比董事长的薪酬高约60万，直至2017年7月21日，现代制药披露其因为个人原因离职。市场上有声音透露，其可能是因为威奇达业绩下滑而选择惨淡离场。不管韩雁林是否是黯然下台，其在威奇达与山西大统精细化工有限公司、威奇达与现代制药两次股权转让中获利数亿元还是成为最大的获益者（韩雁林转让威奇达51%股权给山西大统精细化工有限公司获得3.53亿元+韩雁林转让威奇达33%股权给现代制药获得约8.51亿元-初始投资2亿元-威奇达增资扩股投资约1.06亿元-2017年威奇达业绩承诺未完成补偿款约21001.51万元）。■

解密恒逸石化“近亲”并购关联方或成最大受益者

恒逸石化通过关联并购，控股方或成最大受益者令市场担忧。近几年来，二级市场“近亲通婚”的案例频发，交易结构基本形成了一种套路，同时伴随较大的对赌协议履约风险

《投资者报》记者 秦剑 高芳芳 上海 北京报道

2018年3月15日，恒逸石化(000703.SZ)收购嘉兴逸鹏化纤有限公司(以下简称“嘉兴逸鹏”)100%股权、太仓逸枫化纤有限公司(以下简称“太仓逸枫”)100%股权、浙江双兔新材料有限公司(以下简称“双兔新材”)100%股权的董事会预案。这也是一个“近亲通婚”的并购案，交易标的嘉兴逸鹏、太仓逸枫和交易买方的实际控制人均为浙江恒逸集团有限公司(恒逸石化控股股东，以下简称“恒逸集团”)，此次交易结构也遵循“近亲通婚”的套路，上市公司的控股股东用少量资金，以一定比例的杠杆发起并购基金，用并购基金低价收购资产，培育一段时间后，再卖给上市公司获利。这样的交易往往因为买卖双方的关系相对密切，伴随着较大的对赌协议履约风险。《投资者报》记者就相关问题致电恒逸石化，对方工作人员表示，“董秘近日忙于回复证监会问询事宜，有些问题还未解决，目前不方便回答。”

财技揭秘

“近亲通婚”的套路如下展开。嘉兴逸鹏于2017年3月，以公开竞拍的方式和7.26亿元的价格获得受破产人龙腾科技所有的土地使用权、厂房、辅助用房、机器设备等财产。龙腾科技成立于2003年8月8日，原主营业务为差别化化学纤维的生产和销售，因经营不善，于2015年8月5日起全面停产。2018年1月26日，嘉兴逸鹏原股东杭州河广投资管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“河广投资”)和浙银伯乐(杭州)资本管理有限公司(以下简称“浙银伯乐”)分别将其持有的嘉兴逸鹏99.1%股权、0.9%股权，以13.18亿元、0.12亿元的价格转让给恒逸集团，合计股权转让价格为13.3亿元。2018年3月15日，恒逸集团拟以13.3亿元价格将嘉兴逸鹏100%股权转让给恒逸石化。

与上述交易逻辑一致，太仓逸枫于2017年8月以公开竞拍的方式和7.71亿元的价格获得受破产人明辉科技名下资产，明辉科技成立于2010年6月10日，原主营业务为差别化化学纤维的生产和销售，因经营不善，于2015年9月全面停产。

2018年3月6日，太仓逸枫原股东杭州信恒投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“信恒投资”)和潘浩(恒逸集团代持人)分别将其持有的太仓逸枫99.9%股权、0.1%股权(暨7.7亿元出资额、77.1万元出资额)以10.57亿元、105.81万元的价格转让给恒逸集团，合计股权转让价格为10.58亿元。2018年3月15日，恒逸集团拟以10.6亿元价格将太仓逸枫100%股权转让给恒逸石化。

嘉兴逸鹏与太仓逸枫都是由恒逸集团和其参与的并购基金共同持有，经查阅工商登记信息悉知，河广投资与浙银伯乐对于嘉兴逸鹏的持股比例分别为99.1%、0.9%，而恒逸集团、东证融汇、浙银伯乐、北京鹿苑天闻对河广投资的持股比例为24.99%、74.97%、0.02%、0.02%，恒逸集团间接持有嘉兴逸鹏25%股权。信恒投资和自然人潘浩对于太仓逸枫的持股比例分别为99.9%、0.1%，同时恒逸集团、信达资产、博融达、信风投资对于信恒投资的持股比例分别为29.98%、69.95%、0.05%、0.015%，恒逸集团间接持有太仓逸枫30%股权。

恒逸集团相当于以约2亿元的资金，发起1:3配比的并购基金撬动7.26亿元嘉兴逸鹏的盘子，历时12个月获利至少1.33亿元(按照收购价计算，不考虑基金的结构化)，同时其以约2.31亿的资金，发起1:2.4配比的并购基金撬动7.71亿元太仓逸枫的盘子，历时约7个月获利至少0.88亿元(按照收购价计算，不考虑基金的结构化)，恒逸集团用不到一年的时间获利2.21亿元，投资收益率高达51.28%。恒逸石化充分展示了资本运作的丰富经验，但却遭到了部分业内人士的质疑，据某投资机构人员透露“最近恒逸石化选择高位停牌，是为后面定增做铺垫，防止控股股东股权过度稀释，导致部分基金无法退出。”

豪赌？

恒逸石化于2018年3月15日披露的董事会预案显示，恒逸集团对嘉兴逸鹏、太仓逸枫未来的净利润水平做出承诺，嘉兴逸鹏、太仓逸枫2018年、2019年、2020年三个会计年度实现的净利润合计不低于2.28亿元、2.56亿元、2.6

亿元。嘉兴逸鹏2017年度实际完成的净利润为7995.39万元(实际营业时间为7个月)、太仓逸枫实际净利润为1,811.15万元(实际营业时间为7个月)，且其该阶段产能利用率为105%以上。预测产能利用率为105%以上时，2017年嘉兴逸鹏净利润为1.37亿元(7995.39万元×12/7)、太仓逸枫净利润为0.72亿元(1811.15万元×12/3)，合计净利润为2.09亿元。

记者通过券商化工行业研究员等第三方人士了解到，涤纶长丝新建生产线，建设周期约为一年半、扩建生产线的建设周期一般在6至8个月，现如今已是3月下旬，此次恒逸石化并购预案中披露，拟投的嘉兴逸鹏“年产50万吨差别化功能性纤维提升改造项目”与太仓逸枫“年产25万吨环保功能性纤维提升改造项目”在2018年实现生产的可能性不大，而万得数据显示，2018年Q1涤纶长纤与其原材料PTA、MEG的单价比值(平均为108.73%)较2017年单价比值(平均为114.02%)降低，再加上2018年预计新增产能为225万吨，供给端再次放量。表明了涤纶长纤的利润空间受到压缩，行业净利率有下降趋势。由此可见，嘉兴逸鹏和太仓逸枫在未实现扩大产能的基础上和行业净利率有下降趋势压力，2018年净利润需实现2.28亿较为困难。

此外，并购预案披露嘉兴逸鹏、太仓逸枫现有产能共计44.5万吨/年，此次交易配套融资到位后，两家公司的产能将扩建为75万吨/年，据化工行业专业人士透露，涤纶长纤净利润水平一般在300元/吨左右，产能为44.5万吨/年的生产线，可实现净利润1.34亿元/年，而产能为75万吨/年的生产线，其所带来的净利润也仅为2.25亿元/年。

此次并购案中，嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材3家公司生产的产品为FDY(涤纶全牵伸丝)、POY(涤纶预取向丝)、纤维级聚酯切片，3家所生产的同种产品销售价格、销售毛利率相差较大。其中，太仓逸枫去年的财务数据中净利润(1,811.15万元)与经营活动产生的现金流量净额(-1.17亿元)，对于上述相关问题，本报将做进一步了解和采访。■

2017年报解读：A股房企营收排行榜

据Wind数据，截至3月30日，128家A股房企中已有49家发布了2017年年报。《投资者报》记者截取了前20家房企业绩、负债、股价涨跌幅等数据，供投资者参考

A股房企2017年年报数据比较											
排名	证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	营收同比增长 率(%)	净利润 (亿元)	净利润同比增 长率(%)	资产负债率 (%)	净资产收益率 ROE(截至3月 30日)(%)	动态市盈率 (截至3月30日) (倍)	总市值(截至 3月30日) (亿元)	股价涨幅 (2018年1月1日至3 月30日)(%)
1	000002.SZ	万科A	2429	1.0	372	31.2	84.0	21.8	13.1	3,700	10.0
2	001979.SZ	招商蛇口	755	18.7	150	23.5	72.1	19.5	14.1	1,750	13.2
3	601155.SH	新城控股	405	44.9	63	98.4	85.8	30.1	13.2	790	19.4
4	000402.SZ	金融街	255	28.5	41	45.7	73.1	11.0	9.7	297	-10.5
5	000537.SZ	广宇发展	216	135.7	23	197.3	86.7	26.6	11.2	242	1.7
6	601588.SH	北辰实业	155	57.2	13	149.8	83.3	10.3	12.8	132	-24.2
7	600657.SH	信达地产	152	31.5	11	24.9	86.0		8.0	82	-3.9
8	600239.SH	云南城投	144	47.3	4	56.2	88.8	6.8	27.8	73	-12.5
9	600266.SH	北京城建	140	20.8	16	-3.6	77.4	8.9	12.6	184	-10.5
10	000031.SZ	中粮地产	140	-22.1	17	30.1	84.5		15.3	145	停牌
11	002244.SZ	滨江集团	138	-29.2	23	17.2	72.8	13.8	13.4	236	-4.4
12	600094.SH	大名城	102	16.9	15	36.2	77.8	12.6	12.7	176	4.9
13	900940.SH	大名城B	102	16.9	15	36.2	77.8	12.6	7.7	28	—
14	600565.SH	迪马股份	95	-33.2	6	15.1	79.3		14.0	94	-3.3
15	600675.SH	中华企业	77	-46.1	5	-41.5	81.7	14.1	27.8	105	-9.5
16	600223.SH	鲁商置业	75	-1.3	1	-1.4	94.0	7.4	35.2	37	-4.4
17	600748.SH	上实发展	72	11.5	9	22.7	70.5	7.7	12.6	110	-6.9
18	600067.SH	冠城大通	69	12.5	7	100.8	60.3	10.0	14.8	88	-9.8
19	000631.SZ	顺发恒业	67	83.8	8	109.8	55.4	13.4	13.0	99	-5.1
20	600322.SH	天房发展	63	79.8	3	231.3	85.5		31.8	69	-3.0

数据来源：Wind 数据整理：周月明

国信证券获批“双创债”破35亿元 助力大众创业万众创新

国信证券作为主承销商累计获批的创新创业公司债券总金额已达35亿元，连续获得突破

方智/文

自去年7月证监会颁布“关于开展创新创业公司债券试点的指导意见”以来，创新创业公司债（以下简称“双创债”）的试点覆盖面稳步扩大。最新统计数据显示，我国双创债总发行额约120亿元。其中，国信证券在“双创债”的承销市场上位居前列，其作为主承销商累计获批的双创债券总金额已达35亿元。

为贯彻落实国家创新驱动发展战略，推进大众创业万众创新，2016年下半年，国信证券响应证监会关于创新创业公司债券的试点工作，展开了为创新创业企业债券融资的相关服务。证监会“双创债”试点初期，目标公司为拟上市、已经或计划在新三板挂牌的中小型创新创业企业。在此背景下，2017年1月，国信证券为新三板创新层挂牌的北京广厦网络技术股份有限公司申报的双创债成功获批，筹集了0.25亿元用于偿还其有息债务和补充营运资金。

此后，国信证券从创业投资公司方面着手推进，经过几个月的探索实践，2017年10月，国信证券为深圳市创新投资集团有限公司申报的20亿元双创债成功获批，成为目前国内获得证监会批复规模最大的双创债。据悉，该公司第一期双创债于2017年12月完成发行，成为创业投资类机构获准在深交所发行的首只双创债，融资金额5.5亿元，为期5年，发行利率5.2%，低于同期债券市场平均发行利率，募集资金全部用于直接或设立基金投资于创新创业公司的股权，最终进入实体经济。业内认为，该债券的获批和发行对创投行业具有积极的引领作用，是创新债券市场支持中小型高科技、高成长企业发展的重要体现。2018年3月16日，该公司第二期双创债再度成功发行，融资金额5亿元。

同时，2018年3月15日及16日，由国信证券担任主承销商的深圳市基石资产管理股份有限

公司非公开发行创新创业公司债券6.8亿元、北京信中利投资股份有限公司非公开发行创新创业公司债券8亿元均获得深交所无异议函。截至2018年3月20日，国信证券作为主承销商累计获批的创新创业公司债券总金额达35亿元，可谓连续获得突破。

国信证券表示，双创债券是证监会丰富公司债券发行主体结构，拓宽中小企业融资渠道，切实支持创新创业的重要举措，也是国信证券响应“大众创业、万众创新”的重要实践。

根据证券业协会的官方统计结果，国信证券2013年、2014年合并口径债券发行只数蝉联全行业第一名，截至2018年3月15日，国信固收事业部累计承销固定收益类产品521只，融资规模6,155亿元，共计服务发行人及原始权益人306家。■

世茂2017年报解读： 后千亿时代打造持续发展力

林静/文

3月27日，世茂房地产控股有限公司(以下简称“世茂”，00813.HK)在香港发布2017年全年业绩报告。报告期内，世茂全年销售完成1007.7亿元，同比大幅上涨47.9%，完成率114.5%，荣耀入席千亿房企俱乐部，交出了一份远超预期的满意答卷。

2017年，世茂昂首迈入增长年，关键业绩指标增长迅猛，营业额同比上升18.8%达704.3亿元，毛利额同比大幅提升31.1%至214.3亿元。

谈及世茂2017年的表现时，世茂集团董事局主席许荣茂表示：“世茂在2017年是规模和利润并重，依托公司优质的可售资源、产品结构和全国项目的放量，合约销售额于12月刷新单月新高，最终实现全年首次突破人民币1000亿元。”

根据世茂2017年报，期内全年签约面积606.2万平方米，同比上升23.3%；签约均价为每平方米人民币16623元，较2016年的每平方米13850元同比上升20%，为未来结算利润率的稳健提升奠定了基础。此前，克而瑞咨询公布的2017年房企销售均价排名中，世茂销售均价位居第八位，充分展现出产品溢价能力。

同时，毛利率提升至30.4%，保持行业高位。剔除2016年北京财富时代处置收益影响，2017年股东应占核心利润达69.3亿元，同比大幅上升23.4%；股东应占利润达78.4亿元，同比大幅增长51.6%。

关键业绩指标全面增长的同时，土储也得到有力夯实，不仅土地资源储备充足，而且勇夺多幅战略宝地，

为将来持续发展提供支撑。年报显示，2017年世茂在上海、北京、深圳、广州、厦门、武汉、香港等核心城市拿下权益前逾千万方土储，新增购入权益后679亿、694万平方米的优质土地，较2016年大幅增长，其中底价招拍挂、收购、合作占比约45%。

新增土储在区域战略上释放出新亮点。2017年，世茂在布局一二线的同时，关注一二线周边可承载外溢需求的三四线城市。其中，世茂加大了在华南、京津等热点区域内城市和市场的布局，先后快速斩获深圳龙岗、香港长沙湾等重磅战略土地，使“粤港澳大湾区”土储优质充裕。

截至2017年12月31日，世茂权益前土地储备约4790万平方米，遍布47个城市，165个项目，实现了在重点区域及核心城市群均有充足资源储备的布局，货值超过8000亿元，其中长三角、华北、福建及粤港澳大湾区都超过1500亿元。未来，世茂充足优质的土地资源储备及相对低廉的土地成本，将为其在全国重要市场的长远发展提供持续且有力的支撑。

年报显示，世茂2018年可售货值超过2335亿元，按保守去化率60%计算，预计在2018年有望实现销售签约1400亿元。

除核心数据大幅增长外，稳健优异的财务管理是世茂2017全年业绩的另一大亮点。年报显示，世茂2017年回款额807亿元，同比提升34.5%，回款率达到80%，稳定于行业领先水平。

充裕的资金为世茂后续稳步发展提供了保障。包括

账面现金同比上升48.4%达330.07亿元、未动用银行贷款额度约200亿元、未动用已获批熊猫中票额度80亿元。

除了储备资金十分充裕外，世茂集团资产规模持续增加，2017年总资产达到人民币3076亿元，同比上升17.4%；固定资产为人民币557亿元，同比上升3.2%；总权益较2016年年底上升9.7%达到人民币967亿元。

凭借稳健的运营及财务表现，获得了海内外评级机构的正面积极评价。标准普尔、穆迪、惠誉三大国际评级机构分别维持世茂房地产BB+、Ba2及BBB-的信用评级，其中惠誉给予世茂投资级的评级是，极少数获得境外投资级评级的内地民营房企之一。2017年，标准普尔将展望由负面调升至稳定。国内评级方面大公国际、联合信用评级、中诚信国际几家境内评级机构维持世茂房地产AAA评级。集团下属世茂建设和世茂股份分别获得大公国际和联合信用评级上调至“AAA”。

未来管理运营优化的价值将进一步凸显，从地区公司到整个集团，从地产业务到酒店及商业项目，从土储布局到财务表现，从扎实的工程质量管理体系引得客户满意度接连攀升，到匠心打造的全生命周期五大产品线，世茂正焕发出新的活力。

2017年，世茂在销售规模、毛利、财务表现、产品力及客户满意度上均得到大幅度提升。所有这些印证发展质量的数据，让世茂持续向上的优势更加明显。“后千亿时代”，积蓄了充足动能的世茂，将继续“有品质高速增长”。■

公司线报

平安健康APP首推“平安康保·重疾” 打造国民百万重疾险

3月22日，平安健康险在其官方APP推出覆盖百种疾病、最高百万保额、最低价格仅需71元（成人版）保费的国民百万重疾险——“平安i康保·重疾”。据介绍，“平安i康保·重疾”是目前市场上首款覆盖重疾种类超过100种，累计保额可突破100万元，最低保费仅需71元的一年期互联网重疾险产品。这款产品为平安健康APP专属产品，目前仅在平安健康APP端销售。作为平安健康险“健康管家”的重要载体，平安健康APP不仅逐步完善保险保障板块，科技智能化服务亦实现快速升级。

农业银行去年净利增速业内居前，不良大幅双降成亮点

农业银行2017年业绩亮眼。全年净利润同比增长4.9%，居于可比同业的前列；不良贷款的大幅“双降”也2018年4月2日

成为该行业绩的一大亮点。在贷款五级分类中，农行2017年的正常类贷款的规模和占比较2016年同期均有所提升，关注类、次级和可疑类贷款在规模和占比上较2016年都有所下降，资产质量持续改善。此外，该行谋求进一步提高资本充足率。3月27日，该行行长赵欢在业绩发布会上表示，农行半个月前抛出的千亿元融资计划实施后，一级核心资本充足率将提高0.8个百分点。

人保集团去年净利161亿元 财险市场份额稳居行业第一

3月23日，中国人民保险集团公布了2017年度业绩。数据显示，2017年公司实现总保费收入4764.5亿元，同比增长8.3%；集团归属净利润为161亿元，同比增长13%，规模增长和品质提升兼得，开创高质量发展新局面。据了解，未来，人保集团将继续遵循质量第一、效益优先的理念，做优主业，做精专业。转变发展方式、优化业务结

构、转换增长动能。推动全集团各子公司在主业和专业上做出特色，做出亮点，做出竞争力。

工银瑞信获三项海外投资大奖 旗下第5只QDII基金顺势发行

工银瑞信基金公司一举揽获“2017年度海外投资明星团队”、“五年持续回报QDII明星基金”等三项海外投资大奖，在获奖公司中拔得头筹。彰显出雄厚的海外投资实力。2018年以来，“独角兽”企业加速上市，“新经济”成为当下热词，工银瑞信及时把握全球新经济蓬勃发展的“风口”，隆重推出旗下第5只QDII基金——工银瑞信新经济灵活配置混合型QDII基金。工银新经济QDII基金于3月26起在近60家代销机构全面发售，其中工行、交行和中行可办理美元份额认购。业内普遍认为，纵观未来全球投资环境，“新经济”概念股蕴含巨大空间，有意向的投资者可提早布局。■

华夏幸福业绩再创新高 产业新城业务大放异彩

在中国经济从高速增长到高质量增长的转型阶段，产业新城以其成熟的模式、成功的经验成为区域经济发展的有效抓手，华夏幸福正是这一发展模式的领跑者

林静/文

3月29日晚间，华夏幸福基业股份有限公司（以下简称“华夏幸福”，600340.SH）发布2017年年度业绩报告。报告期内，华夏幸福归属于上市公司股东的净利润87.81亿元，同比增长35.26%，净利润率14.72%，为近3年来最高。

在宏观经济稳中向好、房地产行业平稳健康发展的总体形势下，华夏幸福牢牢把握京津冀协同发展、PPP模式大力推广的重大发展机遇，实现高于行业平均水平的快速增长，净利润增速高居同行业前列。

同时，近年来我国城市化进程明显提速，城市群成为新型城镇化的主体形态，但大城市周边的中小城市特别是县域短板突出，成为城市群协调发展的瓶颈。

而在现实中，河北省固安县政府与华夏幸福以PPP模式合作开发运营固安产业新城16年，曾经的农业大县如今一跃成为现代化工业强县，为破解县域短板找到了切实可行的路径。

相关专家表示，华夏幸福产业新城PPP模式成功之处在于，社会资本参与城镇综合开发，以产业集群引领区域转型升级，运用优势资源补齐县域发展短板这一模式的复制与推广，将助力县域拓展新的发展空间，助力协调发展城镇格局的构建，进而为新时代的高质量发展提供新动能。

产业新城业务加速增长

年度报告显示，华夏幸福2017年归属于上市公司股东的净利润同比增长35.26%，继续保持自2012年以来每年30%以上的业绩增速。

数据还显示，2017年华夏幸福共实现销售额1522.12亿元，比2016年同期增长26.5%，增速大幅跑赢行业绝大部分公司，销售额位居行业第九（克而瑞统计），表明公司综合实力稳定跻身房地产企业前十强，公司战略前瞻性和模式优越性得到充分验证。

从年报中收入数据结构看，不同于传统地产公司，产业新城业务是公司业务的核心组成部分。2017年产业新城业务实现收入284.56亿元，同比大幅增长65%，产业新城收入占营收总额的比例从32%上升到48%，进一步提高。产业新城业务加速增长的良好势头进一步彰显公司的领先优势和产业新城模式的强劲动力。

同时，报告期内货币资金681.05亿元，占总资产比18.1%，货币资金量充裕，创历史新高，处于较好水平，为公司经营发展提供充足的资金保障。2017年华夏幸福的净负债率59.8%同比下降7个百分点，且货币

资金减一年内到期债务后的净现金同比增加76亿元，短期偿债能力进一步提升。

另外，预收账款因在产品交付后便可计入主营收入，如今被认为是在相当程度上能够反应一家上市公司未来净利润增减的重要指标。华夏幸福预收款项余额1324.76亿元，同比增长29.18%，预计在未来3年内逐步结转为公司的营业收入与利润，有利于锁定公司未来3年持续高增长的经营业绩。

并且，2017年华夏幸福纳税收入达110亿元，创历史新高。税收不仅是反映企业发展和经济增长的重要指标，也是体现企业社会价值的重要指标。

2017年公司积极履行社会责任，响应国家、省市脱贫攻坚战略部署，深入贯彻国家、省市脱贫攻坚战略部署，发挥上市公司资源优势，履行民营企业社会责任，选定涞源县实施对口帮扶整县扶贫，助力实现涞源县2020年整县脱贫的目标。

更值得一提的是，华夏幸福拟以2017年12月31日总股本29.55亿股为基数，向全体股东每10股派发现金股利9元（含税），共计派发现金股利26.59亿元。实施高比例现金分红送转主要基于：公司积极响应证监会和上交所关于鼓励上市公司回报投资者的政策指引，在保证股东整体利益及公司可持续发展的前提下，坚持以持续稳定的利润分配政策积极回报股东。

打造产业“护城河”

华夏幸福以“成为全球产业新城的引领者”为愿景，明确“打造产业新城，建设幸福城市，使所开发的区域经济发展、社会和谐、人民幸福”的使命，践行“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的产业新城发展理念。

随着行业及公司发展进入新阶段，强强联手、合作开放大势所趋。产业新城是实体经济平台，需要与大批有情怀的企业共同搭建合作平台、共同推进全面合作、共同构建阳光环境，在投融资、产业新城、房地产、城市配套设施、产业发展、公共服务、规划咨询等各个领域全方位合作，集聚巨大新能量，为产业新城平台再升级提供新动能。

华夏幸福进入提档换速的新发展阶段，将推进业务的全面开放合作，搭建全方位开放的产业新城平台，牵手全球致力于产业新城开发的有志之士，共同建设宜居、宜业、宜游的幸福城市。未来，华夏幸福与合作方基于产业新城发展的更多且更为广泛的合作将陆续落地。

在推动区域产业发展的过程中，华夏幸福通过龙头引领产业集聚、创新与资本双轮驱动的创新产业



▲ 华夏幸福展厅

发展方式，因地制宜、因势利导为区域打造科技含量高、示范带动强的先进产业集群。

华夏幸福将不断完善产业发展模式，挖掘产业打造方式的潜力，使公司的产业发展能力保持业内领先水平，构建产业“护城河”，不断巩固具有公司特色的产业竞争优势。

“中国智造”梦之队

从实践看，华夏幸福组建了一支4600多人的产业发展团队，聚焦电子信息、高端装备、新能源汽车、航空航天、新材料、生物医药等十大重点行业，为区域提供产业发展的全流程综合解决方案，促进产业链核心环节在空间上高度聚集，打造先进产业集群，助推区域经济高质量、可持续发展。

为此，华夏幸福在全国多地产业新城打造的产业集群，已成为引领中国制造向“中国智造”转型升级的新阵地。

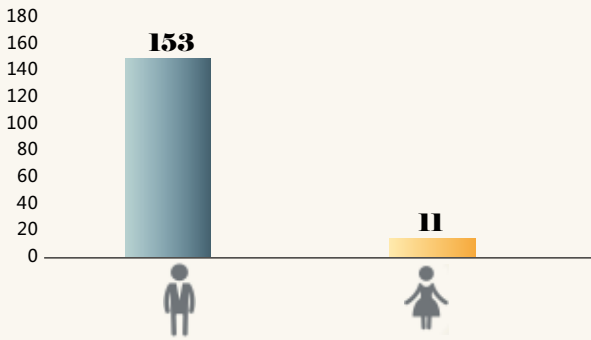
“每一个产业集群都是中国智造的‘梦之队’。”华夏幸福执行总裁赵威表示，“华夏幸福为区域提供产业发展的全流程综合解决方案，促进产业链核心环节在空间上高度集聚，助推区域经济高质量、可持续发展”。

作为国内领先的产业新城运营商，华夏幸福始终围绕国家战略重点区域精准发力，截至目前，事业版图已遍布北京、河北、广东、江苏、浙江、安徽、河南、湖北、湖南、广东、四川等国内13个省以及印度尼西亚、印度、越南等“一带一路”沿线国家。

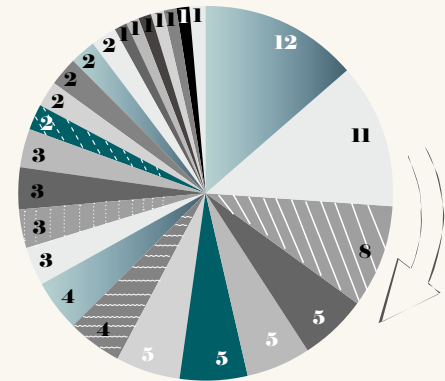
进入新时代，产业新城也被寄予更多希望。首都经济贸易大学副校长杨开忠表示，在中国经济从高速增长到高质量增长的转型阶段，产业新城以其成熟的模式、成功的经验成为区域经济发展的有效抓手，是促进都市圈高质量发展的新引擎。在产业新城的平台聚合下，中国制造正迎来一个开放合作、联动共享的大时代。■



164家独角兽公司CEO/董事长性别分布状况 单位：个

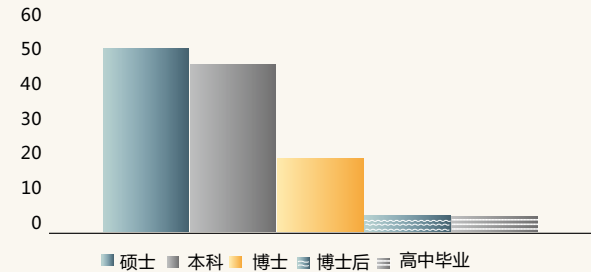


部分独角兽公司CEO/董事长籍贯分布图

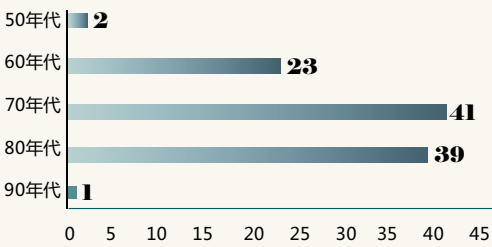


按箭头顺序由大至小数据依次为：
江苏 浙江 安徽 福建 江西 上海 四川 北京
湖北 湖南 辽宁 美国 山东 贵州 陕西 上海
香港 山西 安徽 北京 广东 河南 湖南 沈阳

部分独角兽公司CEO/董事长最高学历分布图



部分独角兽公司CEO/董事长出生年代分布状况



数据来源：根据公开资料整理

164家“独角兽”领头羊群像

93%男性闷声唱主角

《投资者报》记者 潘亦纯

近期，由科技部火炬中心、中关村管委会、长城战略咨询、中关村银行联合发布的《2017中国独角兽企业发展报告》（以下简称：“《报告》”）显示，截至2017年年末，共有164家中国独角兽企业进入榜单，相比2016年增加33家，总估值达6284亿美元。

据了解，这164家中国独角兽企业的选择标准包括成立时间不超过十年、获得过私募股权投资且尚未上市、企业估值超过10亿美元等，此外，符合以上条件且企业估值超过100亿美元的，将之称为超级独角兽企业。

2018年开年以来，在政策利好的环境下，独角兽企业备受投资人关注，而这些企业的领军者、创始人也开始进入工作视线。这164家独角兽企业领导者到底有何特点？

《投资者报》记者根据公开资料，独家揭示出独角兽企业运营者这一群体的神秘面纱。但由于公开资料并不十分全面，所以数据完整度也有所欠缺，但从总体来看，由数据得出的依然具备参考价值。

2018年4月2日

特点1 男性领导者明显多于女性

虽然，古有言：巾帼不让须眉，但从记者公开资料的统计来看，164家独角兽企业中，有153家公司的CEO或董事长为男性，占比超93%，而仅有11家独角兽公司的领头羊为女性。具体来看，独角兽公司中的女性领导者包括：蚂蚁金服的董事长彭蕾、蜜芽宝贝的刘楠、VIPkid大米科技的米雯娟、数梦工场的吴敬传等。

不过女性企业家近年来的影响力已经越来越大。在2018年胡润全球排行榜上，女性企业家占15%，处于连年提高当中。而胡润百富董事长兼首席调研员胡润则表示：“全球最成功的男企业家百强中，有三成是中国的，而全球最成功的女企业家百强中，超过六成是中国的。”

特点2 70后、80后是主力领导者

《投资者报》记者仅从公开渠道搜集到了106个独角兽公司领导者的出生年份。

而从上图可以看出，独角兽公司中，80后及70后领导者依然是主力，这与目前资本市场上的参与者年龄分层基本一致。

但也有90后领导者开始冒头，OFO的创始人戴维则是出生于1991年，《报告》显示，OFO目前的估值已经达到26亿美元。

另外，北汽新能源的徐和谊及金融壹账通的叶望春则可以称为“元老”级，他们均出生于50年代。

特点3 硕士、本科学历最吃香

在121个有最高学历数据的领导者中，有78%的领导者最高学历均为硕士或者本科。记者注意到，这些领导者大多出自名校，例如清华大学、北京大学、华中科技大学、中国科学院等，也有不少领导者拥有海外留学的经验，其中，留学最多的国家为美国。

此外，随着生物、医药等高新技术产业的兴起，一些拥有扎实专业领域知识的博士甚至博士后等也纷纷下海，例如信达生物制

药的俞德超，其毕业于美国加州大学并获得了博士后学历。又比如最近比较“高调”的宁德时代董事长曾毓群，其就读于中科院物理研究所凝聚态物理专业并获博士学位。

特点4 江浙一带老板多

从数据来看，江苏、浙江一带的领导者是最多的，例如易生金服的董事长刘江涛、洋码头的创始人曾碧波等，都是江苏省人，实际上，这一结论也符合公众心目中“江浙人”会做生意的固有印象。此外，安徽、福建、江西、上海等多个东部城市的领导者也比较多。

内陆来看，四川、湖北、湖南、辽宁的领导者数量也不少，小猪短租的创始人陈驰、贝贝网的创始人张良伦等，均是四川人。

总体来看，164家独角兽公司的领头人大多出生于70年代及80年代，他们中的大部分毕业于名校，或者是高学历出身，此外，江浙一带的领导者数量占据中国之最。■

Wind 資訊

数据就是未来



注册免费领取

Wind资讯金融终端(WFT)

—— 覆盖全球金融市场的数据与信息 ——

内容包括股票、债券、期货、外汇、基金、指数、权证、宏观行业等多项品种，7×24×365不间断的为金融机构、政府组织、企业、媒体提供准确、及时、完整的金融数据资讯。



www.wind.com.cn

400 820 9463

service@wind.com.cn

上海市浦东新区浦明路1500号万得大厦