



投资评级 增持 维持

# 远洋燕归来，共享新经济红利

## ——券商行业专题报告三

## 市场表现



资料来源：海通证券研究所

## 相关研究

《乘私募发展之风，PB业务方兴未艾——券商行业专题报告二》2018.03.12

《2月净利润同比环比下滑较多，符合预期——证券行业2月月报》2018.03.07

《业务格局大洗牌，强者恒强——证券行业2017年年报前瞻》2018.02.26

**投资要点：**CDR试点有望加速上市公司回归，为国内资本市场引入活水。预计首批试点的目标企业规模预计达9万亿元，预计CDR贡献收入约占17年营收的2%-10%。拥有全球业务布局的综合性龙头券商更具有优势，推荐中金公司、华泰证券。

- CDR试点有望加速上市公司回归。**3月30日，国务院办公厅转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，证监会将不断完善相关配套制度和监管规则，稳妥推动CDR试点工作，我们认为CDR可能会尽快落地。过去A股上市的两大硬性指标阻碍了国内一批优质互联网企业在境内上市，CDR的推出有望为优质企业打通直接融资的渠道；此外，过去境外的企业想回归A股，往往需要经过拆除VIE结构、私有化、回归等流程，过程繁琐用时冗长，CDR推出以后，有望推动境外上市公司加速回归。
- CDR将为国内资本市场引入活水。**在A股严苛的发行制度下，新经济体的独角兽企业或是由于盈利能力或是公司架构的因素，无法满足A股上市条件，导致大量优质上市资源流失海外。支持这类企业在境内上市，有助于提升A股上市公司质量，推动实体经济的变革，增强境内市场的全球影响力；同时新经济企业的回归会有效改善A股结构，给予国内投资者分享新经济发展红利的机会；CDR的出现也有望帮助独角兽企业突破对公司架构等的限制，打通国内直接融资的渠道。
- 首批试点的目标企业规模预计达9万亿元；预计首批发行规模为2017年IPO募资规模的2-6倍。**我们预测的试点企业主要为两部分，一部分是已经在境外上市的新经济公司，5家上市公司（腾讯、阿里巴巴、百度、京东和网易）的总市值约为7万亿元；另一部分则是当前处于快速增长，在行业内处于相对领先地位的尚未上市的中国公司，我们筛选出的34家符合标准的独角兽企业目前估值预期约为2万亿元。在CDR发行比例分别为5%、10%和15%的假设下，我们预计潜在的CDR发行规模分别为4500、9000和13500亿元，约占A股市值的0.8%、1.6%和2.5%，为2017年IPO募资规模的2、4、6倍。
- CDR将从三方面直接增厚券商营业收入，预计CDR贡献收入约占17年营收的2%-10%。**由于国内分业监管的特性，国内券商凭借丰富的资本市场运营经验以及一二级市场业务优势，有望直接分享CDR红利。我们认为CDR将直接增厚券商的承销、托管及交易佣金收入，龙头券商有望直接分享政策红利。预计CDR带来的三项潜在收入合计50-310亿元，占17年行业营收的2%-10%（其中承销收入45-270亿元、托管费用收入1.40-10.37亿元、佣金收入3.28-29.48亿元）。
- 拥有全球业务布局的综合性龙头券商更具有优势。**CDR的发行涉及境内外两个市场，需要券商拥有广泛的海外分支机构，较强的境内外证券市场发行运作能力，优秀的清算能力，与律所、会计、审计和证券登记结算机构的协调能力。因此我们看好业务链条齐全、境内外业务具有丰富经验的大型券商，推荐中金公司、华泰证券。
- 风险提示：**政策推行不达预期；市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

## 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS(元)			投资评级	
		2016	2017	2018E	上期	本期
601688	华泰证券	0.88	1.30	1.05	买入	买入
03908.HK	中金公司	0.46	0.76	0.87	买入	买入

资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 目 录

1. CDR 试点有望加速上市公司回归 .....	5
2. 海外存托凭证（DR）的起源和形式 .....	7
3. CDR 将为国内资本市场引入活水 .....	9
3.1 引入更多的优质标的 .....	9
3.2 给予国内投资者分享新经济发展红利的机会 .....	10
3.3 融资渠道将更为灵活 .....	11
4. 龙头券商有望直接分享 CDR 红利 .....	11
4.1 承销收入 .....	11
4.2 托管收入 .....	11
4.3 佣金收入 .....	12
4.4 大型龙头券商最为受益 .....	13

## 图目录

图 1	存托凭证（DR）的交易结构 .....	5
图 2	历年发行 ADR 公司数量（家） .....	7
图 3	ADR 数量全球占比 .....	8
图 4	交易所已发行存托凭证分布（只） .....	8
图 5	发行存托凭证（DR）公司所属地域分布 .....	8
图 6	发行存托凭证公司所属国家及地区分布前 10 名（只） .....	8
图 7	存托凭证发行流程 .....	9
图 8	股票市场结构比较（截至 3 月 30 日） .....	10
图 9	5 家互联网巨头股价走势 .....	10
图 10	2017 中美科技公司日均换手率中位数对比（%） .....	12
图 11	部分券商 2017 年境外业务收入对比（亿元） .....	14

## 表目录

表 1	CDR 与借壳回归对比 .....	5
表 2	符合 CDR 试点要求的境外上市企业名单（截至 4 月 6 日） .....	6
表 3	估值达到 200 亿元的独角兽企业（亿元） .....	6
表 4	CDR 规模预测（亿元） .....	10
表 5	百亿级新股发行费率（亿元） .....	11
表 6	CDR 券商承销收入测算（亿元） .....	11
表 7	阿里巴巴 20-F 年报对于托管费用的描述 .....	12
表 8	CDR 券商托管收入测算（亿元） .....	12
表 9	CDR 券商承销收入测算（亿元） .....	13
表 10	券商 CDR 三大收入来源测算汇总（亿元） .....	13
表 11	部分券商境外业务统计 .....	13

## 1. CDR 试点有望加速上市公司回归

3月30日，国务院办公厅转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，证监会将不断完善相关配套制度和监管规则，稳妥推动试点工作。中国存托凭证（CDR）指在境外（包括中国香港）上市公司将部分已发行上市的股票托管在当地保管银行，由中国境内的存托银行发行、在境内A股市场上、以人民币交易结算、供国内投资者买卖的投资凭证，凭证的持有人实际上是寄存股票的所有人，其权力与原股票持有人相同，从而实现股票的异地买卖。我们认为CDR可能会尽快落地，将推动境外上市公司加速回归。

图1 存托凭证（DR）的交易结构



资料来源：《NASDAQ-中国上市公司发行国内存托凭证可行性研究》，海通证券研究所

**A股上市两大硬性指标阻碍了国内一批优势互联网企业在内上市。**根据国内政策法规，企业在A股上市有两个硬性的要求。1) 对股权架构的要求，不允许特殊的股权架构，而目前国内很多新兴的企业诸如BAT往往是采用VIE架构（协议方式实现海外上市主体对境内经营主体的控制权）。2) 对盈利指标的要求，要求企业最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元。但科技企业目前的经营状况往往需要持续不断的资金投入，牺牲短期净利润以获得未来的发展空间。一批优秀的企业如京东，尽管发展态势良好，却多年保持一个亏损的状态。这两个标准阻拦了一批优质的互联网企业在内上市，使得他们选择美股或港股进行IPO融资。

**通过拆除VIE结构回归流程繁琐，CDR无需改变主体结构，加速独角兽公司回归。**2014年以来，随着政策风向和市场环境的改变，之前远渡去海外上市的优势企业纷纷私有化，谋求回归A股。CDR试点之前，境外上市企业回归A股，往往是先拆除VIE结构，完成私有化退市，再回到国内或通过借壳或通过IPO上市。通过这种方式流程繁琐，需要的时间非常长；同时部分大型独角兽，如BATJ公司的体量庞大，通过私有化退市的难度更为艰难。目前来说，企业通过CDR回归则是解决这一问题的较好手段。CDR并不需要改变上市公司的主体结构，不需要进行退市流程，不受同股同权的限制，就可以在境外市场发行存托凭证，实现境外上市回归A股。

表1 CDR与借壳回归对比

借壳回归		CDR
股权架构	需要私有化，拆除VIE股权架构	可以保留主体架构
回归时间	结合历史案例来看，往往需要2到3年	所需时间相对会缩短，政府政策友好
融资渠道	境内融资	境内境外融资同时进行
费用成本	上市、交易所、法律、审计等费用与私有化成本	需要同时负担两地的上市、交易所、法律、审计等费用

资料来源：《NASDAQ-中国上市公司发行国内存托凭证可行性研究》，海通证券研究所

《若干意见》为试点公司提出具体标准，首批 CDR 试点的门槛仍较高。在 3 月 30 日发布的《若干意见》里，政府为本次试点设定了较高的门槛，相关企业应该符合国家战略、具有核心竞争力、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，达到相当规模的创新企业。具体标准为已在境外上市且市值不低于 2000 亿元人民币的红筹企业；尚未在境外上市，最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币且估值不低于 200 亿元人民币，或收入快速增长，拥有自主研发、国际领先的技术，同行业竞争中处于相对优势地位的红筹企业和境内企业。

我们预估境外上市企业有 5 家符合首批试点要求，市值总计约为 7 万亿元。根据《若干意见》中对于境外上市企业市值大于 2000 亿元的要求，我们共筛选出了 20 家企业。结合政策里对产业类型的要求，我们认为最终符合试点要求的企业名单为腾讯、阿里巴巴、百度、京东和网易，涉及市值合计约 7 万亿元。

表 2 符合 CDR 试点要求的境外上市企业名单（截至 4 月 6 日）

证券代码	证券简称	海外市场总市值（亿元）
0700.HK	腾讯控股	30917
BABA.N	阿里巴巴	26663
BIDU.O	百度	4816
JD.O	京东	3521
NTES.O	网易	2253

资料来源：Wind，海通证券研究所

34 家未上市独角兽有望发行 CDR，市值总计约为 2 万亿元。对于尚未在境外上市的企业，我们依据《2017 胡润大中华区独角兽指数》，筛选出估值大于 200 亿元的独角兽企业 34 家，大多为依托互联网、大数据及电子商务相关的企业，且在行业中处于相对优势地位。

表 3 估值达到 200 亿元的独角兽企业（亿元）

企业名称	企业估值范围	行业	企业名称	企业估值范围	行业
蚂蚁金服	4000	互联网金融	联影医疗	300	医疗健康
滴滴出行	3000	汽车交通	蔚来汽车	300	汽车交通
小米	2000	硬件	魅族	300	硬件
新美大	2000	互联网服务	优必选	300	机器人
今日头条	1000	文化娱乐	快手	200	文化娱乐
宁德时代	1000	汽车交通	车好多集团	200	电子商务
陆金所	1000	互联网金融	复宏汉霖	200	医疗健康
大疆	800	机器人	智车优行	200	汽车交通
口碑	500	互联网服务	平安好医生	200	医疗健康
菜鸟网络	500	物流服务	大地影院	200	文化娱乐
京东金融	500	互联网金融	同程旅游	200	互联网服务
饿了么	500	互联网服务	酒仙网	200	电子商务
神州优车	400	汽车交通	ofo	200	汽车交通
链家	400	房产服务	柔宇科技	200	硬件
微众银行	400	互联网金融	乐信集团	200	互联网金融
威马汽车	300	汽车交通	银联商务	200	互联网金融
爱奇艺	300	文化娱乐	Face++	200	人工智能

资料来源：胡润研究院，海通证券研究所

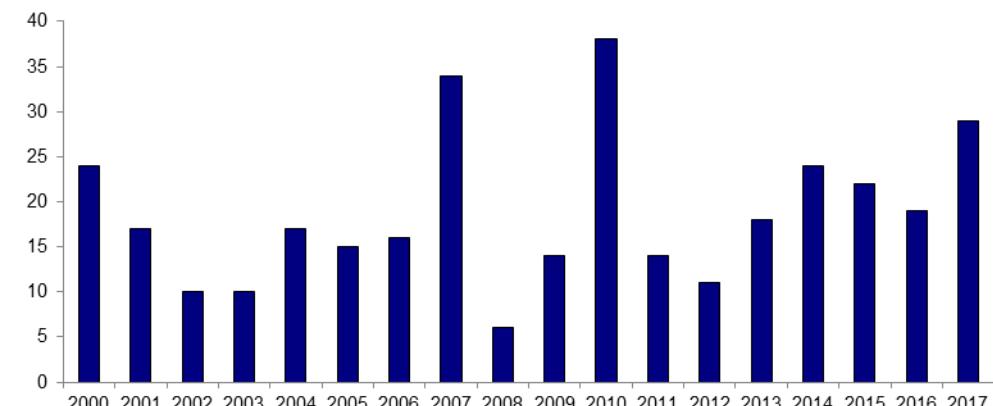
## 2. 海外存托凭证（DR）的起源和形式

**DR (Depository Receipts)** 又被称为存托凭证，在国外是一种常见的上市方式。存托凭证，是指在一国证券市场流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证，属公司融资业务范畴的金融衍生工具。存托凭证一般代表公司股票，但有时也代表债券。DR 按其发行或交易地点之不同，被冠以相应名称，如 ADR（美国存托凭证）、EDR（欧洲存托凭证）、HKDR（香港存托凭证）、SDR（新加坡存托凭证）、GDR（全球存托凭证）、CDR（中国存托凭证）等。

当前众多中国公司在美国上市都是通过发行 ADR 的方式。根据美国相关法律，在美上市的企业注册地必须为美国，否则会遇到许多法律法规方面的障碍。那些在美国注册的公司，可以直接向大众发行普通股。注册地不在美国的企业则通常采取存托凭证的方式进入美国的资本市场，以规避繁琐的流程与额外的成本。阿里巴巴、京东、百度等企业的注册地都在开曼群岛等第三地，所以他们都是通过 ADR 的方式来进入美国股市。

ADR 的发行方便了公司进行海外筹资，也丰富了投资者的投资途径。1927 年，美国摩根银行为帮助英国零售企业 Selfridge 规避英国法律海外上市限制，同时满足美国投资者投资海外资产的需求，引入了 ADR 这一工具。ADR 经过上世纪 90 年代以来的发展，其全球发行量和交易量遥遥领先于其他产品。

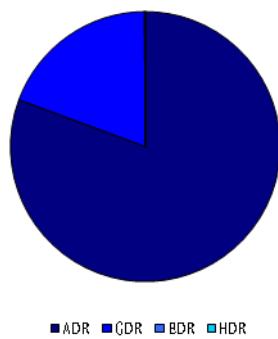
图2 历年发行 ADR 公司数量（家）



资料来源：Wind, 海通证券研究所

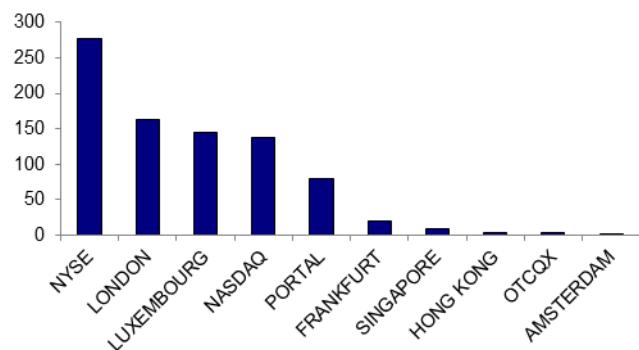
ADR 是目前存托凭证的主要存在形式。根据 JP 摩根网站提供的 DR 市场活动数据统计，全球共有 3782 只 DR 产品，其中 ADR 产品占据了超过 80% 的比例，远超数量第二的 GDR。在对进入场内交易的产品统计中，纽交所、伦交所、卢森堡交易所和纳斯达克拥有较多的 DR 上市公司。在纽交所和纳斯达克发行的 ADR 目前是存托凭证的主要存在形式，在欧洲大量发行的 GDR 也占据了一定的市场规模。来自亚洲国家及欧洲发达国家的公司目前是发行存托凭证的主要群体，占据了约 77% 的比例。

图3 ADR 数量全球占比



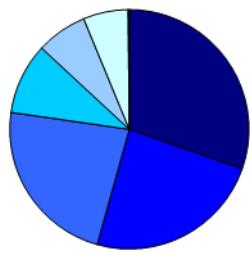
资料来源：JP 摩根 adr.com, 海通证券研究所

图4 交易所已发行存托凭证分布(只)



资料来源：JP 摩根 adr.com, 海通证券研究所

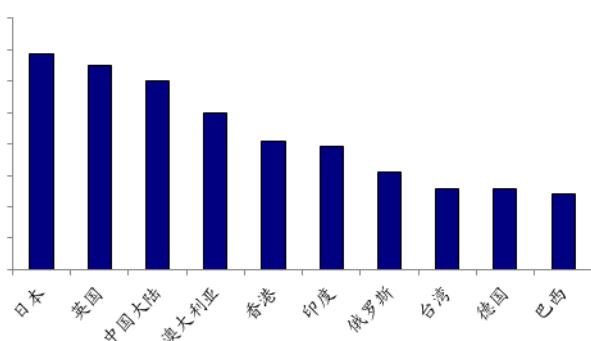
图5 发行存托凭证(DR)公司所属地域分布



■欧洲发达国家 ■亚洲发达国家 ■亚洲新兴国家 ■欧洲新兴国家  
■拉美国家 ■中东/非洲 ■北美国家

资料来源：JP 摩根 adr.com, 海通证券研究所

图6 发行存托凭证公司所属国家及地区分布前10名(只)



资料来源：JP 摩根 adr.com, 海通证券研究所

海外公司一般通过发行第三级 ADR 实现美国上市融资。市场上存在两种形式的存托凭证安排可供上市公司选择：无担保的 ADR (Unsponsored ADR) 和有担保的 ADR (Sponsored ADR)。无担保的 ADR 由一家或多家长存托银行根据市场需要而发行，但存托银行与国外上市公司之间无正式协议，由于无法控制该计划的执行过程和难以核算隐蔽成本，现实中并不多见；而广泛采用的有担保的 ADR 是指国外上市公司直接参与 ADR 的发行，并与存托银行签订存托协议，在存托协议中明确国外上市公司、存托银行和持有人之间的权利义务关系。目前根据能否公开交易以及交易市场的类型和能否募集资金，有担保的 ADR 又可分为四类：

**①第一级 ADR。**第一级 ADR 只能在美国的柜台市场 (OTC) 和一些非美国的交易所进行交易。手续简单、信息披露要求较低，缺点是不能在美国任何一家全国性的证券交易所上市，不能融资。

**②第二级 ADR。**可以在 NASDAQ 或一家全国性交易所上市交易，但在上市交易时并不进行公开募股，没有融资功能，并且需要满足其所要上市的证券交易所的上市条件，对信息披露的要求也相对较高。适用于那些希望在不进行公开售股的情况下提高其股票的公开性和流动性的公司。

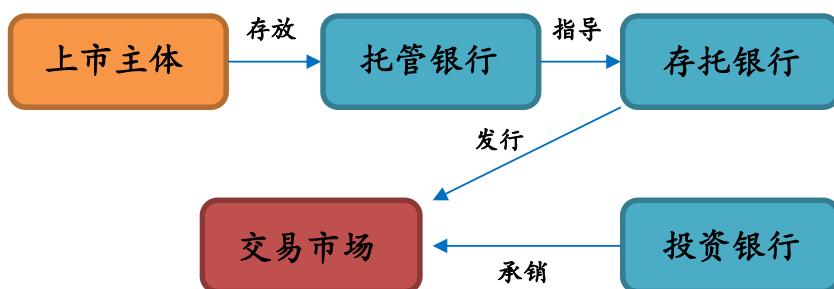
**③第三级 ADR。**这是一种公开募股并上市交易的 ADR，可以在 NASDAQ 或任何一家全国性的交易所上市，但要遵循 GAAP 和美国 SEC 的完全信息披露要求。流动性较高，并且可以用来融资。它适用于那些准备通过公开募股在美国进行一定规模筹资的公司。

**④私募 ADR。**即在美国不公开发行的存托证券，也称 144A 条款下的私募 ADR。

无需在美国 SEC 注册，信息披露要求较低，仅面向合格机构投资者，可以融资。对于无意在美交易其证券，只求在美融资的企业，144A 私募下 ADR 宜作为首选。

对于海外公司来说，发行第三级 ADR 是在美国实现上市的最佳途径，它和普通股的性质最为接近，同时满足了全国性交易所挂牌上市和融资的两大需求。例如 2014 年阿里巴巴通过发行第三级 ADR 上市，完成纽交所史上最大 IPO。阿里巴巴的上市主体注册地在开曼群岛，上市主体通过设立子公司，以协议方式控制境内运营实体的业务和财务（VIE 结构），使得境外投资人实际享有境内运营实体运营产生的收益。花旗银行香港分行作为阿里的托管机构，存入新发行的普通股；然后以花旗银行作为存托机构，以这部分新发的普通股在美国市场发行 ADR。投资者在市场上购买 ADR 即相当于间接买入阿里的普通股，并可以在市场上相互转让。

图7 存托凭证发行流程



资料来源：《NASDAQ-中国上市公司发行国内存托凭证可行性研究》，海通证券研究所

### 3. CDR 将为国内资本市场引入活水

#### 3.1 引入更多的优质标的

支持新经济公司在境内上市，将有助于提升 A 股上市公司质量。过去二十年以互联网信息技术特点，新一轮的产业革命正在兴起，涌现出大批新兴的科技领军企业。而在我国目前的发行制度之下，这些独角兽企业或是由于盈利能力的限制或是由于公司架构的因素，不能满足 A 股上市的条件，导致大量优质上市资源流失海外。支持这类企业在境内上市，将有助于提升 A 股上市公司质量，推动实体经济的变革，增强境内市场的全球影响力。

**首批试点的目标企业规模预计达 9 万亿元。**我们预测的试点企业主要为两部分，一部分是已经在境外上市的新经济公司，5 家上市公司（腾讯、阿里巴巴、百度、京东和网易）的总市值约为 7 万亿元；另一部分则是当前处于快速增长，在行业内处于相对领先地位的尚未上市的中国公司，我们筛选出的 34 家符合标准的独角兽企业目前估值预期约为 2 万亿元。

**CDR 首批发行规模约占 A 股当前市值的 0.8% - 2.5%，为 2017 年 IPO 募资规模的 2-6 倍。**在 CDR 发行比例分别为 5%、10% 和 15% 的假设下，我们预计潜在的 CDR 发行规模分别为 4500、9000 和 13500 亿元，约占 A 股（截至 4 月 4 日，沪深总市值约为 55 万亿元）市值的 0.8%、1.6% 和 2.5%，为 2017 年 IPO 募资规模的 2、4、6 倍（据 Wind 统计，2017 年 IPO 募资规模约 2300 亿元）。

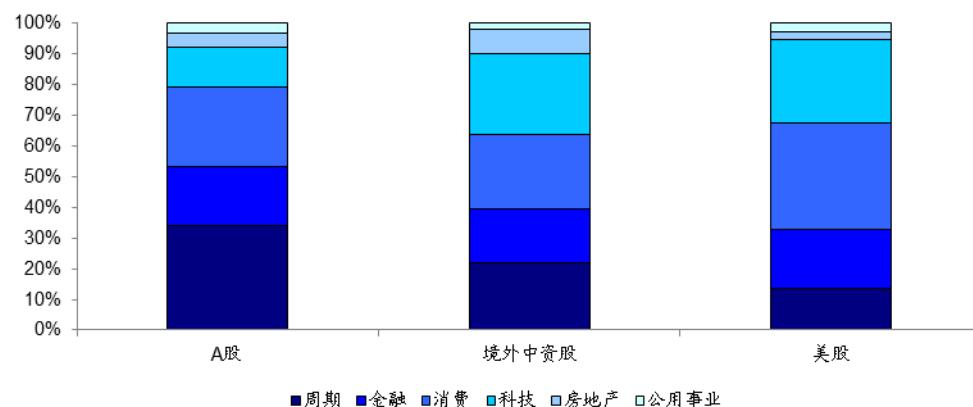
表 4 CDR 规模预测 (亿元)

	市值规模	发行比例		
		5%	10%	15%
境外上市巨头	70000	3500	7000	10500
未上市独角兽企业	20000	1000	2000	3000
合计	90000	4500	9000	13500
占 A 股比重		0.8%	1.6%	2.5%
占 2017 年 IPO 募资额比重		196%	391%	587%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**新经济企业的回归会有效改善 A 股结构。**目前 A 股市场中, 以科技股为代表的新时代创新型企业的数量少, 体量小。随着 CDR 制度的实施, 互联网巨头有望回归 A 股, 同时大批独角兽通过 CDR 上市, 将对 A 股的市场结构的调整具有深远意义。预计未来新科技企业、创新企业的数量和市值将不断提升, A 股的市场结构也将更加均衡。

图8 股票市场结构比较 (截至 3 月 30 日)

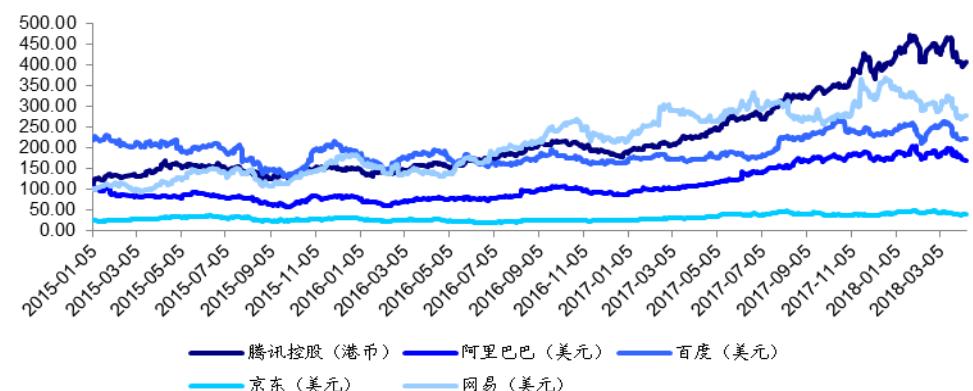


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.2 给予国内投资者分享新经济发展红利的机会

**CDR 的发行给予国内投资者分享新经济企业红利的机会。**过去由于大多数优质的新兴创新企业都在国外上市, 众多个人投资者若没有境外证券账户, 难以参与美股或港股的投资; 而机构投资者由于外汇结算或额度的限制, 也无法自由配置海外资产。这导致了广大的国内投资者错过了过去这段时间内新兴企业高速成长的红利, 现在通过 CDR 的发行, 使得 A 股投资者能够投资这些优质公司的股票, 分享新时代经济发展的成果。

图9 5家互联网巨头股价走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.3 融资渠道将更为灵活

存托凭证的出现，有望帮助独角兽企业突破对公司架构等的限制，打通国内直接融资的渠道。证券市场的存在一是应该助力优质企业的融资发展，二是提供给投资者一个分享企业发展红利的渠道。优质企业应该是证券市场努力争取的目标，所以市场应该尽力吸收优质的企业加入，扩大自身规模。此次 CDR 的落地，我们预计将大大简化企业回国上市的流程，降低上市成本，能够吸引优质的中国企业回归 A 股。同时这些优质企业的回归，也将大概率带动资本市场的活跃发展。

## 4. 龙头券商有望直接分享 CDR 红利

预计 CDR 将直接增厚券商的承销、托管及交易佣金收入，龙头券商有望直接分享政策红利。在美国的 ADR 市场，存券机构主要由诸如花旗银行的商业银行来承担。但在我国，由于分业经营的限制，商业银行长期以来并不涉及投资与证券业务。相比之下证券公司在资本市场运作方面经验更足，更加适合于成为存券机构。而一级市场的承销业务和二级市场的经纪业务一直是券商的传统业务范围，预计 CDR 将直接增厚券商承销、托管及交易佣金收入。

### 4.1 承销收入

预计 CDR 将为券商带来 45-270 亿元的承销收入。参照 ADR 的发行标准，我们预计 CDR 的承销费率应与 IPO 费率相近，考虑到目前符合 CDR 试点标准的独角兽企业规模较大，实际费率可能偏低。据 Wind 统计，2015 年至今，百亿以上募资规模的 IPO 企业有 4 家，平均 IPO 承销及保荐费率为 1.65%。在承销费率分别为 1.0%、1.5% 及 2.0%，以及发行比例为 5%、10%、15% 的假设下，预计 CDR 将为券商带来 45-270 亿元的承销收入。

表 5 百亿级新股发行费率（亿元）

名称	募资总额（亿元）	承销费率	证监会行业
国泰君安	300.58	1.25%	综合类证券公司
中国核电	131.90	1.32%	电力生产业
上海银行	106.70	1.75%	其他商业银行
东方证券	100.30	2.30%	综合类证券公司
平均		1.65%	

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 6 CDR 券商承销收入测算（亿元）

	承销费率	发行比例		
		5%	10%	15%
	1.0%	45	90	135
	1.5%	68	135	203
	2.0%	90	180	270

资料来源：Wind，海通证券研究所

### 4.2 托管收入

ADR 托管费在每股 5 美分以内。按照 ADR 的规则，投资者每年度需要向券商缴纳一笔存托服务费用，这笔托管费用来支付代理机构对股票的托管服务。一般情况下，这笔费用直接从普通股红利之中扣除，而针对一些不分红的 ADR，代理机构会向投资者征收 ADR 托管费，这部分费用一般在 5 美分/股以内。

**表 7 阿里巴巴 20-F 年报对于托管费用的描述**

存取股票或是 ADS 持有者必须支付:	原因
<b>不超过 5 美元每 100 份 ADS (或者其中部分)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>股票基础上的 ADS 的发行 (不包括 1. 依照股息或者其他免费的股票分发而发行的 ADS; 2. 行使权利购买额外的 ADS)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>因为 ADS 的解约而递送普通股</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>现金股息的分发或者其他现金分发</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 依照股息或者其他免费的股票分发而发行的 ADS; 2. 行使权利购买额外的 ADS</li> </ul>
<b>不超过 5 美元每 100 份 ADS 每年</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>发行除了 ADS 或者购买额外 ADS 权利以外的证券</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>ADS 服务费</li> </ul>

资料来源: 2017 年公司年报, 海通证券研究所

预计 CDR 将为券商带来 **1.40-10.37** 亿元的托管收入。对于 5 家已境外上市的独角兽企业, 采用他们当前的股本数量; 对于未上市的独角兽企业, 假设每家公司股本 1 亿股。在 CDR 的每股托管费 0.13 元、0.23 元及 0.32 元假设下, 预计 CDR 将为券商带来 1.40- 10.37 亿元的托管收入。

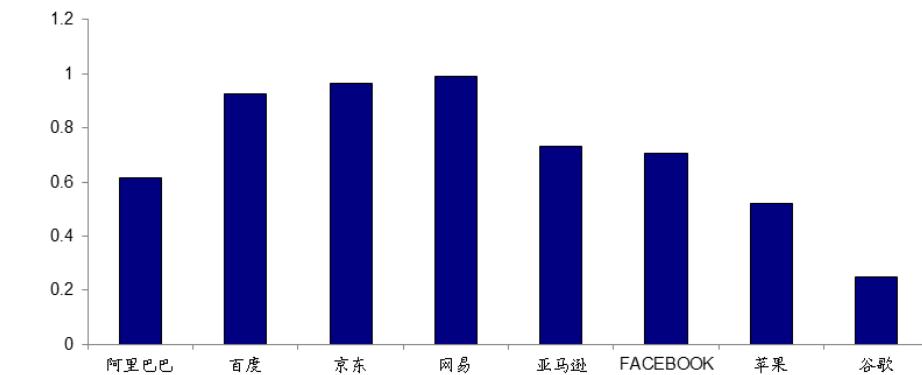
**表 8 CDR 券商托管收入测算 (亿元)**

		发行比例		
		5%	10%	15%
	0.13	1.40	2.81	4.21
托管费用 (元)	0.23	2.43	4.86	7.29
	0.32	3.46	6.91	10.37

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 4.3 佣金收入

阿里巴巴、京东、百度和网易四家企业 **2017** 年日均换手率 (中位数) 的平均值为 **0.87%**, 高于美国本土科技公司。我们对比了中美科技公司 **2017** 年日均换手率的中位数, 此次我们预测的 5 家公司 ADR 换手率 (阿里巴巴、京东、百度和网易) 中位数为 0.87%, 基本高于美国本土龙头科技公司, 但低于 A 股创业板换手率的中位数 (2.31%)。我们认为 CDR 推出后, 换手率预计将高于 ADR, 与创业板换手率接近。

**图10 2017 中美科技公司日均换手率中位数对比 (%)**

资料来源: Wind, 海通证券研究所

预计 CDR 将为券商带来 **3.28-19.65** 亿元的佣金收入。据证券业协会数据, 2017 年行业平均佣金率为 0.034%; 在 CDR 换手率分别为 0.87%、1.74%、2.61% 以及发行比例为 5%、10%、15% 的假设下, 我们预计 CDR 将为券商带来 3.28-29.48 亿元的佣金收入。

**表 9 CDR 券商承销收入测算 (亿元)**

		发行比例		
		5%	10%	15%
	<b>0.87%</b>	3.28	6.55	9.83
<b>换手率</b>	<b>1.74%</b>	6.55	13.10	19.65
	<b>2.61%</b>	9.83	19.65	29.48

资料来源：Wind，海通证券研究所

预计 CDR 带来的三项潜在收入合计 50-310 亿元，占 17 年行业营收的 2%-10%。综上所述，我们估算 CDR 带来的承销、托管、佣金收入合计约 50-310 亿元；据中国证券业协会数据，2017 年 131 家证券公司实现营业收入 3113 亿元；CDR 潜在收入约占 17 年营收的 2%-10%。

**表 10 券商 CDR 三大收入来源测算汇总 (亿元)**

	悲观	中性	乐观	悲观/中性/乐观假设
<b>1、承销收入</b>	45.0	135	270.0	承销费率为 1%/1.5%/2%
<b>2、托管收入</b>	1.4	4.86	10.4	托管费用为 0.13/0.23/0.32 元/股
<b>3、交易佣金</b>	3.3	13.10	29.5	换手率在 0.87%/1.74%/2.61%
<b>合计</b>	49.7	153.0	309.8	
<b>占 17 年营业收入比</b>	2%	5%	10%	

资料来源：Wind，海通证券研究所 注：测算均基于发行比例分别为 5%、10%、15% 的基础假设

#### 4.4 大型龙头券商最为受益

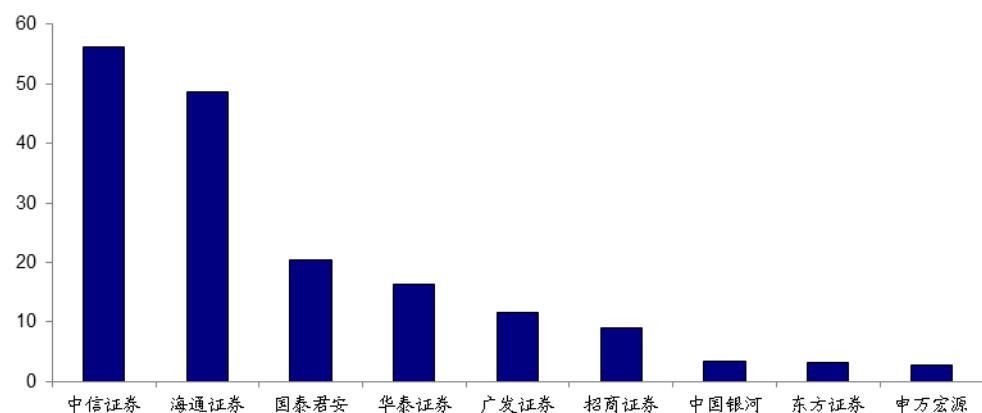
拥有全球业务布局的综合性券商将在 CDR 发行中更加具有优势。CDR 的发行涉及境内外两个市场，需要券商拥有广泛的海外分支机构，较强的境内外证券市场发行运作能力，优秀的清算能力，与律所、会计、审计和证券登记结算机构的协调能力。因此我们看好业务链条齐全、境内外业务具有丰富经验的大型券商，推荐中金公司、华泰证券。

**表 11 部分券商境外业务统计**

券商名称	海外分支机构	参与海外项目	参与红筹、中概股回归
中信证券	√	√	√
海通证券	√	√	√
国泰君安	√	√	√
广发证券	√	√	√
华泰证券	√	√	√
申万宏源	√	√	
中信建投	√	√	
中国银河	√	√	
国信证券	√	√	√
招商证券	√	√	√
中金公司	√	√	√

资料来源：各公司年报，Wind，海通证券研究所

图11 部分券商 2017 年境外业务收入对比 (亿元)



资料来源：Wind, 海通证券研究所

风险提示：政策推行不达预期；市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

# 信息披露

## 分析师声明

孙婷	银行行业
何婷	非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：第一创业，五矿资本，晨鸣纸业，越秀金控，国金证券，中国太保，国泰君安，光大证券，东吴证券，中国人寿，东方财富，兴业证券，中国银河，浙商证券，招商证券，华安证券，中原证券，中金公司，中国平安，华泰证券，安信信托，众安在线，中国财险，中国太平，宝硕股份，东方证券，国元证券，长江证券，新华保险，广发证券

## 投资评级说明

### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

**宏观经济研究团队**  
姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
联系人  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

**金融工程研究团队**  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩森(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

**金融产品研究团队**  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

**固定收益研究团队**  
姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
姜珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

**策略研究团队**  
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
联系人  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

**中小市值团队**  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymnii@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**  
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工行业**  
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853

**医药行业**  
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦 021-23219630 fgq12116@htsec.com

**汽车行业**  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

**公用事业**  
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
联系人  
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

**批发和零售贸易行业**  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

**互联网及传媒**  
钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
联系人  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光 cxg11774@htsec.com

**有色金属行业**  
施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com  
甘嘉尧 gjy11909@htsec.com

**房地产行业**  
涂力磊(021)23219747 tl5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
联系人  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 联系人 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
基础化工行业 联系人 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠 zcc11726@htsec.com 孙维容 swr12178@htsec.com 联系人 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 鲁 立 (021) 23154138 ll11383@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 联系人 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com 张峰青 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 联系人 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛 开 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 联系人 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘 琰 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 联系人 杜市伟 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 联系人 张恒晅 zhx10170@htsec.com 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张宇轩 zyx11631@htsec.com	银行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 联系人 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永 yzy12003@htsec.com 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liuj4900@htsec.com  
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
宗亮 zl11886@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
蒋炯 jj10873@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com  
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
吴尹 wy11291@htsec.com  
陆铂锡 lbx11184@htsec.com  
张丽萱(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
张明 zm11248@htsec.com  
陈铮茹 czr11538@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：[www.htsec.com](http://www.htsec.com)