

3 大猜想

5 大预测

与普通股类似，CDR 不仅可以二级市场交易，还可以通过增量发行方式进行融资。不过，目前各项具体政策及措施均未出台，还有诸多不确定性。在此，我们不妨畅想中概股通过 CDR 回归的情形。

猜想一：CDR 可能采用哪种类型？

DR（存托凭证）有多种分类方法，按照上市公司是否可以融资，分为融资型 DR 和非融资型 DR；按上市公司在 DR 发行中的作用，分为参与型 DR 与非参与型 DR；按是否允许公众投资者购买，分为公募型 DR 和私募型 DR。

融资型 DR 是上市公司增发新股，以新股票为基础发行存托凭证，因而具有融资功能，资金最终进入上市公司。而非融资型 DR 是基于存量股票发行存托凭证（比如存托机构直接在二级市场购买股票），资金没有进入上市公司，因而不具有融资功能。

参与型 DR 是指上市公司主动挑选存托机构签订合同，存托机构按合约发行存托凭证，上市公司参与并定期提供公司财务信息及服务（如新股认购、召集股东大会、配发股息等）；而非参与型 DR 是上市公司股东（不是上市公司本身）为了使所持股票可以在海外市场流通，委托存托机构发行存托凭证。因为上市公司并不参与这一过程，因此称为非参与型 DR。

公募型 DR 面向不特定的公众投资者，而私募型 DR 面向特定的合格机构投资者。

广发证券策略研究认为，CDR（中国存托凭证）可能是融资型、参与型、公募型的存托凭证。理由是，非融资型 DR 意味着资金并未流入上市公司，不符合金融服务实体经济这一原则，因此，CDR 大概率是融资型 DR；而融资型 DR 对上市公司信息披露要求较高，因此，大概率是参与型 DR；考虑到市场流动性，采用公募型的概率更大一些。

猜想二：CDR 会与基础股票自由兑换？

国内市场与海外市场大概率是两个分割的市场。CDR 是否能与基础股票自由兑换，恐怕是 CDR 制度设计中最为重要的一个问题。

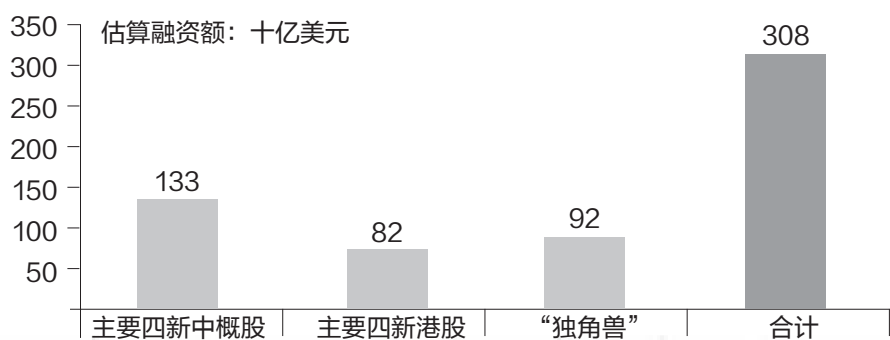
自由兑换是指股票持有者可以不受限制的将所持股票到存托机构兑换成 CDR，或者 CDR 持有者不受限制的将 CDR 到存托机构兑换成股票。自由兑换背后的隐含含义是，对标的股票来说，国内市场和海外市场是一个统一的市场，套利机制可以完美发挥作用，不同市场的股票价格在套利机制作用下基本一致。

广发证券策略研究认为，CDR 大概率不会与基础股票自由兑换。理由是，国内市场与海外市场是两个分割的市场，海外中概股估值往往低于 A 股同类型上市公司，如果 CDR 可以与基础股票自由兑换，海外投资者将股票转成 CDR，可以更高价格卖给 A 股投资者。此外，海外中概股往往市值庞大，如果将全部股份均转换成 CDR，或加大 A 股资金分流效应。

猜想三：CDR 对应的基础股票来源是什么？

基于公平原则，国内 CDR 市场的基础股票来源大概率是上市公司增发新股。如果采用基于部分存量股票发行的方式，均会存在公平性的问题。而采用增量发行方式，则不存在这一问题，且符合金融服务实体经济这一原则。

“独角兽”及已经上市的四新海外中资股登录/回归 A 股估算融资额



资料来源：万得资讯

预测一：CDR 市场规模有多大？

据报道，第一批入围 CDR 名单已出炉，共有 8 家企业，除了 BAT（百度、阿里、腾讯），还有京东、携程、微博、网易以及香港上市的舜宇光学。

对于 CDR 规模有多大，目前多家券商分析师进行了口径不一的预判。中信证券认为，8 家首批试点公司合计市值规模为 7.85 万亿元，假设发行 10% 市值规模的存托凭证，则首批试点 CDR 市场规模预计将达 7850 亿元。

中信建投预计，海外科技股回 A 股发行份额将在 4% 至 8%，平均为 6%。以中概科技股龙头市值作为参考，CDR 发行总市值或达 2400 亿元至 4800 亿元，平均值约 3600 亿元；以海外中资上市公司市值总和作为参考，CDR 最大发行总市值或为 8000 亿元至 1.6 万亿元，平均值为 1.2 万亿元。

华创证券表示，截至 2017 年 6 月，全国上市公司市值排名前 50 的企业中，有 15 家为海外上市公司，总市值达 11 万亿元。其中，BATJ（百度、阿里、腾讯、京东）4 家公司市值合计近 7.2 万亿元，占比 65.88%。

目前，A 股沪深两市总市值逾 57 万亿元，如此来看，CDR 将成为我国资本市场不容忽视的重要组成部分。

预测二：政策将在哪些方面突破？

在人民币资本项下不可自由兑换的情况下，CDR 短期还不能完全可转换。而 CDR 是以人民币还是美元交易就有不同版本。根据最新 CDR 定义，CDR 是指由中国境内的存托银行发行、在境内 A 股市场上市、以人民币交易结算的投资凭证。不过，在上交所此前进行的《NASDAQ 中国上市公司发行 CDR 可行性的研究课题》中，明确 CDR 是以美元计价并交易的，CDR 的投资者也是在中国大陆持有美元的机构或个人。

华创证券认为，参考我国历来在引入创新投资工具惯例，不排除 CDR 存托凭证登陆我国之初也可能对投资者资质、资产、交易等方面加以限制。

预测三：独角兽 CDR 会现高溢价吗？

综合各方观点，“独角兽”借 CDR 回归后将出现溢价已基本成为市场共识。华创证券认为，考虑到 A 股整体对于科技股高估值的环境，可以预见，未来 BATJ 等“独角兽”回归后，将享受到投资者热捧的高溢价支撑。不过，过高溢价也是投资者颇为担心的问题。

以 AH 股为例，长期以来，绝大多数 AH 股中的 A 股长期较 H 股溢价，不乏溢价幅度高达数倍者。不过，由于两个市场运行机制不一样，跨市场的套利并不普遍，同样的，CDR 很可能会独立于海外市场，短期内不能完全转换，不存在两个市场的套利。当然海外市场的价格波动会对 CDR 造成影响。

预测四：CDR 会带来估值压力吗？

长期而言，“独角兽”借 CDR 回归无疑是利于 A 股市场的大事。海通证券荀玉根在最新报告中指出，科技类行业 IPO 数量和市值占比将在 A 股市场逐渐升高，A 股市场结构将趋向合理，为迈向新的高点打下坚实基础。但是，短期对于存量的科技股，其影响是正面还是负面，却存在较大分歧。

不少专业人士认为，“独角兽”回归，供给增加会继续压低市场估值水平。华创证券认为，优质海外科技巨头回归 A 股市场，或复制腾讯回归港股行情，本地股相对“失宠”，“独角兽”与一般中小创或“二八分化”。国信证券也认为，随着中国资本市场与全球资本市场的联动进一步增强，国内科技股的高估值溢价长期可能会趋于收敛。

预测五：CDR 将带来哪些机会？

从国外经验来看，CDR 更有利于长期价值投资而非短期博弈。在当前 A 股 CDR 实施在即背景下，预计未来科技股的投资价值将会进一步提升。与此同时，那些具有业绩支撑的受益“独角兽”上市公司、龙头券商，以及已上市的新经济细分领域龙头等将迎来投资机会。

在我国，证券公司更适合成为 CDR 存券机构已成共识，未来跨境协调能力强、托管和清算能力强的证券公司将充分受益。

政策对代表新经济的优质企业扶持仍将继续，特别是在生物科技、云计算、人工智能、高端制造等新兴产业领域，相关企业的投资机会将明显增多。