

海外策略

中概股系列策略（4）——“融合”与“回归”下的投资机会

继我们在2014年6月和2015年4月分别推出了三篇中概股策略系列报告《你所要知道的中概股》、《风光背后的隐忧》和《寻找资金溢出效应下的“估值洼地”》后，本文是该系列的第四篇。在本文中，我们首先对2014年下半年以来中概股大幅落后中美两地市场的原因进行了深入分析。随后，在此基础上，我们系统性地梳理了中概股在未来与A/H两地市场进一步“融合”，以及“回归”A股市场这两大主线下的投资逻辑和机会。在本文的最后，我们采用投资手册的形式，详细梳理了中概股市场从整体、到板块、再到个股的具体情况，供投资者参考。

2014年下半年以来，中概股再度成为“被遗忘的角落”

在经历了2013年的大幅上涨之后，中概股市场从2014年下半年以来便开始一蹶不振，大幅落后于中美两地市场，俨然成为“被遗忘的角落”。究其原因，一方面美股市场持续疲弱的大环境、以及A股强劲上涨分流资金和注意力是外因；另一方面中概股自身问题不断也有一定影响（如负面事件和新闻、做空机构攻击、以及一些公司IPO后业绩下滑等）。

中概股与A/H两地市场“融合”将是大势所趋

短期，中概股有望受益于国内资金“北水南下”以及赴海外寻找“估值洼地”的热情。中期，MSCI中国指数今年11月份纳入ADR，有助于中概股与H股市场的“融合”。而长期来看，资本账户开放（QDII/QDII2）将使中概股进入更多国内投资者的视野，促进国内居民海外资产配置多元化。基于此，我们在图表10中筛选了中概股“估值洼地”组合。

中概股“回归”之路充满机遇、但并非坦途

对比风光无限的A股可比公司，长期在美国“水土不服”和默默无闻的现实境遇使得越来越多的中概股公司在考虑“回归”A股市场，以期在更为熟悉的市场环境享受更高的估值、更广的知名度、更好的流动性和融资功能。我们具体从以下五个方面来阐述这一问题：

- 1) 为什么要“回归”？在美上市“水土不服”、而A股市场更具吸引力；
- 2) 能否实现“回归”？已有暴风科技、二六三和启明星辰的成功案例；电商“国八条”（放宽外资准入限制、鼓励上市融资）和未来注册制改革或提供更多便利；
- 3) 如何“回归”？具体分三步走：在美退市、拆除VIE、境内实体A股上市。核心问题在于拆除VIE结构，这里面又涉及选择A股上市主体、VIE协议是否生效并执行、是否为外资准入限制行业三大问题。我们以暴风科技为案例进行了详细的分析。
- 4) 哪些公司“回归”的可能性更大？一般意义而言，小市值、股权集中、有外资股东支持、具备稀缺和成长性、以及对应A股对应估值高的公司更有可能；
- 5) 从面临的挑战方面，由于涉及多个环节和多方监管，因此并非坦途。

中概股投资手册——热门板块和可比公司的全面梳理

我们从报告的18页开始，以投资手册的形式，为投资者展现中概股市场的全貌，具体包括以下三部分内容：1) 对比同行业热门中概股公司的商业模式、盈利状况和股价表现；2) 梳理不同板块中概股、美股、A/H股的可比公司；以及3) 中概股分板块的表现、盈利和估值情况。

感谢林婧婷对本文的贡献。

分析员

刘刚，CFA

SAC 执证编号：S0080512030003

SFC CE Ref: AVH867

kevin.Liu@cicc.com.cn

近期研究报告

- 中概股系列策略（3）——寻找资金溢出效应下的“估值洼地”（2015.04.20）
- “五月卖出”并非历史必然，但需要注意“拥挤交易”（2015.05.10）
- 美国一季度GDP大幅低于预期；4月份FOMC波澜不惊（2015.04.30）
- 纳指重回历史高点，但我们对成长股没那么乐观（2015.04.26）
- 估值大幅扩张后，盈利能否兑现是关键（2015.04.12）



目录

2014 年下半年以来，中概股再度成为“被遗忘的角落”	3
外部原因——美股相对疲弱、而 A 股强势分流资金	4
内部原因——中概股自身问题依然不断	5
中概股与 A/H 两地市场“融合”将是大势所趋	7
短期：中概股有望受益于国内资金“出海”	7
中期：ADR 纳入 MSCI 中国指数，有助于中概股与 H 股市场的融合	8
长期：资本账户开放（QDII/QDII2）将使中概股进入更多国内投资者的视野	9
中概股“回归”之路充满机遇、但并非坦途	11
为什么要“回归”？——在美上市“水土不服”、A 股市场更具吸引力	11
能否实现“回归”？——已有相关案例，电商“国八条”和注册制或提供更多制度便利	12
如何“回归”？——分三步走：在美退市、拆除 VIE、境内实体 A 股上市	14
哪些公司“回归”的可能性更大？——小市值、股权集中、外资股东支持、稀缺性和成长性、A 股高估值	16
“回归”过程中可能面临的不确定性和挑战	17
中概股投资手册	18
主要热门中概股对比	18
中概股、美股、A 股和 H 股可比公司梳理对比	22
中概股手册——整体情况	25
中概股手册——分板块表现、盈利和估值	26

注：除非特别说明，本报告中数据均截至 2015 年 5 月 11 日。

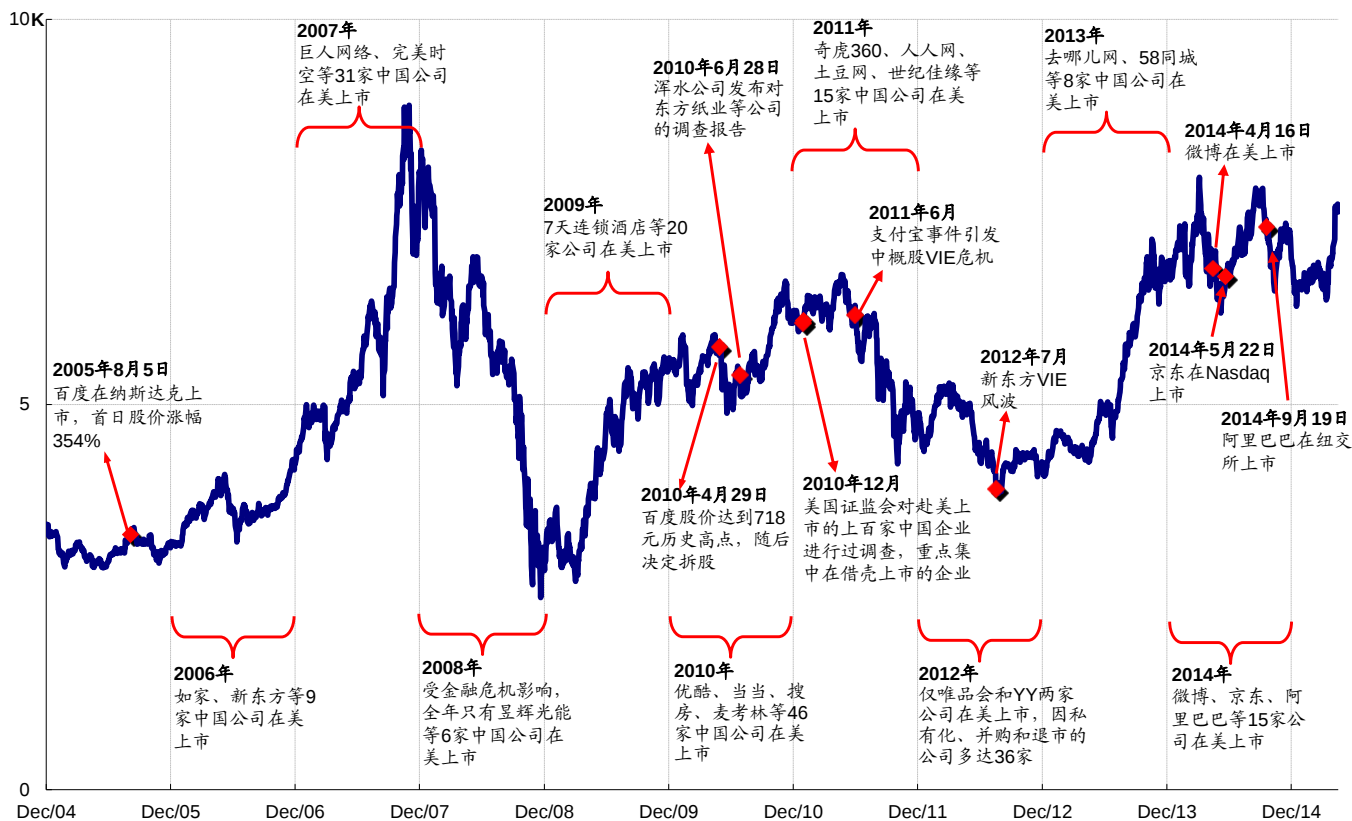


2014年下半年以来，中概股再度成为“被遗忘的角落”

在经历了2013年的大幅上涨之后，中概股市场从2014年下半年以来便开始一蹶不振；其表现不仅弱于纳斯达克指数，在中国A股市场2014年11月开启本轮牛市周期后，中概股更是俨然成为“被遗忘的角落”，与中国创业板的火热情形形成了鲜明的对比（图表1~图表2）。分时间阶段来看，主要有以下一些特征：

- **2014年9月~10月，美股大跌，拖累中概股大幅回调。**去年9月至10月中旬，受乌克兰地缘政治局势紧张、美股进入三季度业绩期等多重因素的影响，全球市场风险和不确定性显著上升，包括美股在内的全球主要股市出现恐慌性下跌，而纳斯达克指数最低下跌超过8%。在此背景下，中概股的回调更加剧烈，自9月8日高点到10月13日最低点，一度最多下跌17.1%，远超大盘跌幅；
- **2014年11月~2015年3月，A股大涨，“炒美”资金加速回流。**随着投资者情绪的转暖，美股市场从2014年10月下旬开始触底反弹，但中概股却未能跟上纳斯达克指数的步伐，差距反而不断拉大，其主要原因在于中国A股市场彼时在改革红利不断释放和货币宽松政策（降息、降准）的推动下，拉开了一波更为波澜壮阔的上涨行情；而A股市场明显的赚钱效应在一定程度上对中概股市场起到了资金分流的作用。因此，尽管同期纳斯达克指数反弹明显，但中概股却转而再度下跌、并于12月16日触及年内低点；
- **2015年1月~3月，美股窄幅震荡，中概股维持弱势。**由于估值偏高且时不时受到美联储加息预期的扰动，美股市场2015年年初以来持续在一个相对窄幅的区间内震荡，这对中概股市场的表现也起到了明显的压制作用。此外，一些中概股公司去年四季度的业绩表现并不尽如人意，比如百度、优酷、陌陌、甚至阿里巴巴等，因此也对股价表现造成一定影响。

图表1：中概股市场发展历程与大事记

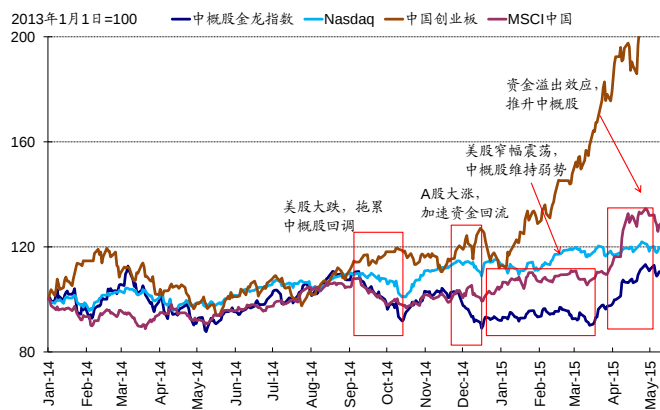


资料来源：Bloomberg，公开信息整理，中金策略研究



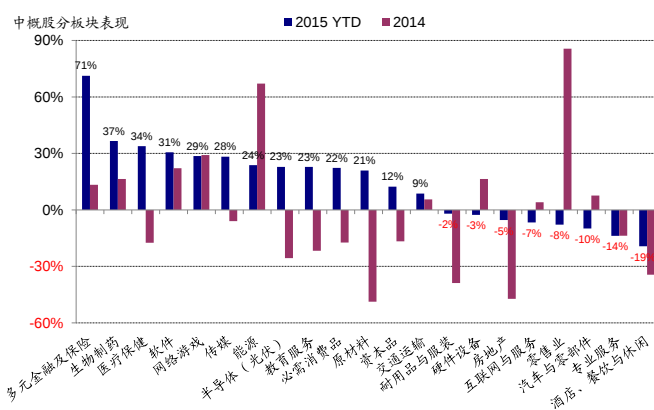
- **2015 年 4 月份以来**，国内资金“北水南下”的热情在一定程度上也溢出到中概股市场，进而推升一些中概股公司股价有所反弹。不过，整体来看，目前中概股仍然大幅落后于 A 股和美股市场的表现。从板块来看，2015 年年初以来，表现最好的板块分别为多元金融、生物制药、医疗保健、软件、网游、传媒、光伏和教育等，涨幅都在 20% 以上；相反，酒店餐饮、电商、互联网、房地产和硬件则仍为负收益（图表 3）。

图表 2：从 2014 年下半年以来，中概股明显跑输中国 A、H 股市场（主板和创业板），以及纳斯达克指数



资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

图表 3：多元金融/保险和生物制药板块表现最好；而酒店餐饮休闲、电商、房地产和互联网表现落后



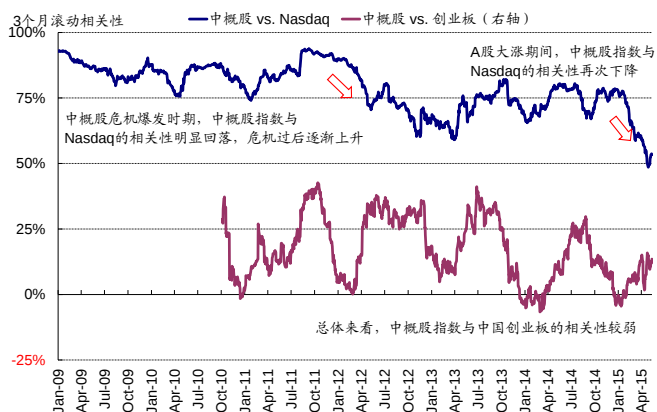
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

外部原因——美股相对疲弱、而 A 股强势分流资金

从背后的原因来看，中概股这一轮显著跑输是中美两地市场大环境共同作用的结果：

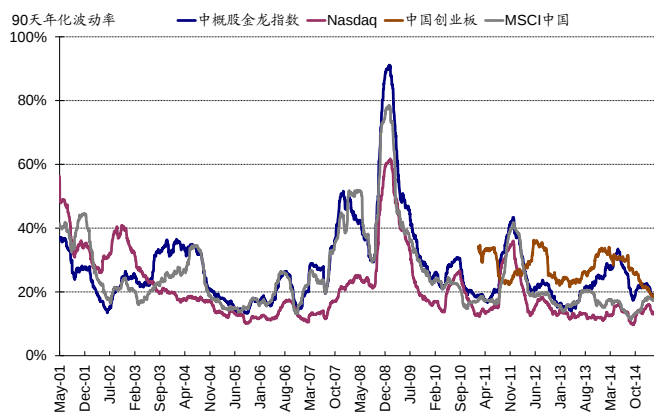
- 首先，虽然是中国公司，但由于在美国上市，因此中概股受美股市场整体环境的影响更大，这一点从中概股与纳斯达克指数长期高达 70% 左右相关性中便可以看出（图表 4）。因此，2014 年 9 月下旬美股市场剧烈波动直接导致了中概股的大幅回调，而其后美联储加息问题和美股业绩期也不时对市场情绪造成扰动（图表 5）；
- 其次，中国 A 股市场从去年 11 月开启的牛市周期对中概股市场也起到了分流资金和注意力的负面影响。直到 4 月份 A 股屡创新高、估值明显偏高的背景下，国内资金赴海外寻找“估值洼地”（图表 6~图表 7），中概股才重新受到青睐和关注。

图表 4：中概股指数与美国市场（Nasdaq 指数）的相关性更高；而与创业板的关系则相对较弱



资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

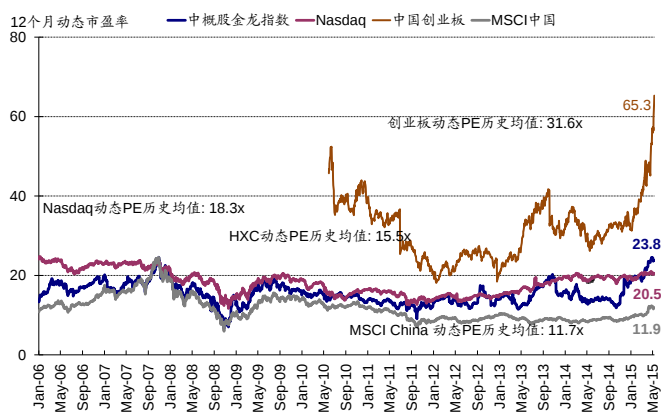
图表 5：中概股和中国创业板的波动性通常都明显高于各自的主板市场（如纳斯达克和 MSCI 中国指数）



资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

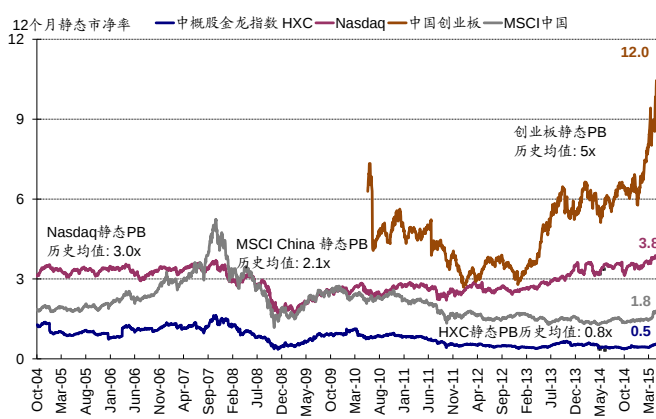


图表 6：中概股指数目前的估值水平（23.8 倍）略高于 Nasdaq 指数（20.5 倍）；但显著低于中国创业板



资料来源：Bloomberg，Wind，中金策略研究

图表 7：...而中概股指数的市净率更是远远偏低



资料来源：Bloomberg，Wind，中金策略研究

内部原因——中概股自身问题依然不断

除了整体市场环境的影响外，从内因来看，中概股自身问题不断也是拖累股价表现的主要原因，例如时不时出现的负面事件和新闻（国家工商总局年初在一份报告中批评阿里巴巴售假问题，进而引发大跌）、做空机构攻击（如世纪互联和 500 彩票网）、IPO 后业绩下滑（如聚美优品、阿里巴巴等），使得中概股既大幅跑输 A 股，也没能跟上美股去年 10 月以来企稳反弹的步伐。

在 2014 年 6 月 16 日发表的中概股系列策略报告的第二篇《风光背后的隐忧》中，我们详细分析了有可能持续影响中概股的几个关键问题：如 1）通过反向收购上市的部分中概股公司存在财务造假问题、因此容易受到做空机构阻击和质疑，2）海外投资者对 VIE 结构的担忧和诟病，3）在美国市场“水土不服”使得退市和私有化可能逐渐常态化，以及 4）前期中美两国监管层有关中概股公司审计问题上的纠纷。实际上，这些问题都为中概股公司的股价表现埋下了诸多隐患，尤其在 2011~2012 年中概股信任危机中表现的最为明显。虽然 2013~2014 年上半年期间，中概股市场迎来股价大幅反弹、多家行业龙头赴美国上市的“第二春”（图表 1），暂时掩盖了部分问题，但从 2014 年下半年市场转弱后，上述问题又有卷土重来之势，具体来看：

- **做空机构频频阻击。**2014 年下半年以来，做空机构沉寂了一段时间以后再次出手，发起了多次针对中概股公司的做空。如 2014 年 8 月，做空机构香橼（Citron）在其推特上发表看空金融界的观点，引发股价大幅跳水。9 月中旬，世界互联和 500 彩票网也均遭遇做空。Trinity 在报告中称，世纪互联可能是一场骗局，其财务数据和运营计量标准上大面积造假，并且预计其股价将跌至零；而浑水则称 500 彩票网的业务虽然合法，但因许可制度并不明朗，仍处于灰色地带。2015 年 1 月，GeoInvesting 连发两份报告质疑中国手游，称其通过未披露的关联实体虚增营收。

实际上，美国已形成所谓的“做空产业链”，涉及对冲基金、研究机构和律师事务所等多个环节，而一些在财务数据、公司治理等方面并不完善的中概股公司则极易成为做空机构阻击的对象。

- **上市后业绩不达预期。**在 2014 年第四季度业绩期中，多家中概股公司业绩表现不佳，也打击了投资者的信心，这其中不乏行业龙头企业如阿里巴巴、百度、优酷土豆，以及去年新上市的微博、陌陌等。阿里巴巴净利下滑、百度营收增速放缓、优酷土豆净亏损扩大、微博预计因微信竞争营收将下降、陌陌营销开支大增致大额亏损等逊于市场预期的业绩报告再次加剧了投资者对中概股公司商业模式和未来增长潜力的担忧。国内互联网行业竞争日趋激烈，相关公司为争夺市场而大大增加研发和营销开支，也给业绩增长带来压力。



- **集体诉讼接连爆发。**中美两国在市场和法律制度上的差异，以及中概股企业在信息披露和公司治理方面的“水土不服”，通常还会引发美国律所提出诉讼和索赔。从2014年以来的案例来看，诱发诉讼的因素包括遭遇做空（**澜起科技、世纪互联、500彩票网、联拓科技**均是在遭到做空之后又卷入调查和诉讼的漩涡）、上市后业绩大幅下滑（**聚美优品**）、重大人事变动（**中国手游**）、对历史业绩及预期进行调整（**乐逗游戏**）、私有化方案（**巨人网络**）、涉及监管风险（**阿里巴巴**）等等（图表8）。

从控诉理由来看，美国律所对中概股公司的指控主要是“**发布虚假和误导性陈述或未披露信息**”，而具体原因集中在以下四个方面：一是财务数据的真实性和会计方法的合理性（**澜起科技、世纪互联、乐逗游戏、优酷土豆**）；二是商业模式的稳定性（**聚美优品**）和风险（**阿里巴巴、500彩票网**）；三是公司治理，是否存在商业贿赂等违法行为（**中国手游、阿里巴巴**）；四是由VIE结构带来的关联交易等问题（**联拓科技**）。集体诉讼消息公布后，涉案公司股价往往会大幅下跌，即使之后证明指控可能只是子虚乌有，但市场信心的重塑却并非易事，股价很难在短时间内得到修复。

图表8：2014年至2015年3月期间，针对中概股的集体诉讼案件一览

代码	公司名称	诉讼爆发日期	诱因	诉讼内容
MONT	澜起科技（退市）	2014-2-19	遭机构做空	发布与公司真实财务状况不符的虚假和误导性陈述
GA	巨人网络（退市）	2014-4-7	私有化	董事会在达成私有化交易前未能将股东利益最大化，违背了应为股东承担的信托责任；收购财团支付的价格过低
CMGE	中国手游	2014-6-20	重大人事调整	在中国境内从事贿赂活动，从事关联交易而且未向投资者披露，还缺乏对公司的有效管理
VNET	世纪互联	2014-9-12	遭机构做空	发布了虚假和误导性陈述/或未披露信息：a)世纪互联夸大陈述了其数据中心网络中的机柜数量；b)世纪互联外包数据中心合作协议中有很大一部分尚未终结；c)世纪互联旗下公司的财务信息遭到扭曲；d)世纪互联托管网络服务业务(在公司营收中占据很大比例)非法运营；e)前述因素带来的结果是，世纪互联的财报存在重大虚假或误导内容
JMEI	聚美优品	2014-12-11	IPO后业绩下滑	发布了虚假和误导性陈述/或未披露以下信息：a)公司通过从市场服务业务转变为商品销售业务的方式改变了营收模式；b)这种转变给此前成功的财务表现带来了重大风险，这个转型必然会带来成交总金额(GMV)的下降及成本和费用的增加，但这个风险在公司IPO的招股书中并没有披露，相反公司是在招股书中大量披露原先业务模式（市场服务业务）的扩张计划和相关风险；c)公司并未像其宣称的那样扩大市场服务业务
BABA	阿里巴巴	2015-1-30	工商总局批其售假	未披露2014年7月公司高管与中国工商管理总局会面的情况；非法活动包括平台零售商“大量销售假货”、员工收受商户贿赂，帮助商户提高搜索排名和获得广告空间
WBAI	500彩票网	2015-2-27	遭机构做空	发布了虚假和误导性陈述/或未披露以下信息：a)公司网售业务并没有获得必要的批准；b)公司面临省级体彩管理中心单方面暂停在线投注的风险；c)公司对春节之后其业务不可能正常持续是事先知情的
LAS	联拓国际	2015-3-13	遭机构做空	发布了虚假和误导性陈述/或未披露以下信息：a)联拓集团，作为联拓国际的关联公司之一，于2013年进行了人民币2.5亿元的信托债务融资，用于4S店的建设，联拓国际对该信息没有妥当披露；b)联拓集团应该纳入联拓国际的报表合并范围；c)联拓国际2015年运营资金缺乏
DSKY	乐逗游戏	2015-3-17	下调营收预期	有关业务和发展前景的声明存在错误或误导
YOKU	优酷土豆	2015-3-26	SEC问询	发布了虚假和误导性陈述/或未披露以下信息：a)不当计入部分营收；b)不当记录特定非货币交易，以账面价值而不是公允价值与其他在线视频广播公司交换视频内容的在线广播权；c)不适当地将授权内容作为长期资产；d)对财务报告缺乏充分地内部控制；5)基于上述原因，优酷土豆的财报存在重大虚报和误导

资料来源：Bloomberg，公开信息整理，中金策略研究



中概股与 A/H 两地市场“融合”将是大势所趋

对于中概股来说，由于是在美国上市，因此相比 A/H 两地市场，无论从投资者群体、股价表现、还是市场特征的角度来看，都存在着明显“割裂”的现象。换言之，中概股市场的表现与 A/H 公司存在一定的独立性、有时甚至出现背离的情形（图表 9）。

然而，往前看，我们认为短期的国内资金“出海”、中期的 ADR 纳入 MSCI 中国指数、以及更长期的资本账户开放（如 QDII2 机制的引入），都将有助于改善中概股与 A/H 股两地市场明显“割裂”的现象，从资金流动性和投资者群体的角度促进 A、H、ADR 三地市场的进一步融合。

图表 9：中概股与美股市场的相关性明显高于与中国 AH 股市场

	标普500	道琼斯	沪深300	上证综指	深证综指	MSCI中国	恒生国企	恒生指数	中概股指数
标普500	1	0.98	0.11	0.12	0.10	0.36	0.33	0.38	0.76
道琼斯		1	0.10	0.11	0.09	0.35	0.32	0.36	0.71
沪深300			1	0.99	0.86	0.55	0.56	0.49	0.08
上证综指				1	0.85	0.56	0.57	0.50	0.10
深证综指					1	0.44	0.43	0.40	0.10
MSCI中国						1	0.98	0.97	0.31
恒生国企							1	0.95	0.26
恒生指数								1	0.31
中概股指数									1

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

短期：中概股有望受益于国内资金“出海”

3 月底以来，由于证监会明确国内公募基金通过沪港通投资港股不需要 QDII 资格，再加上 A 股市场此前也已经累积了较大的涨幅，国内资金对于寻找海外“估值洼地”的热情明显上升，包括 H 股、中概股和 B 股市场都重新开始受到投资者的关注，MSCI 中国指数在短短几周内上涨 20%，而中概股金龙指数（HXC）也反弹了超过 15%。

我们认为，在国内资金“北水南下”以及赴海外寻找“估值洼地”的过程中，此前明显跑输的中概股市场有望受益，主要基于以下四点原因：

- 1) H 股市场逐渐活跃有望带动国内投资者对中概股的热情；同时，考虑到资金进入香港后投资美股的便利性，南下资金也将会溢出到中概股市场；
- 2) 虽然中概股整体（纳斯达克金龙指数）的动态估值相对 Nasdaq 仍有小幅溢价，但却明显低于中国创业板之于 A 股大盘指数的水平（图表 6~图表 7）；而且中概股内部的分化非常显著，部分板块和公司不论从绝对还是相对水平都仍被明显低估；
- 3) 相比 A、H 股，中概股市场以互联网、电商、教育、光伏和医疗等板块为主的市场结构更符合国内投资者对于“新经济”板块的投资偏好，特别是在 A 股对应标的的估值已经过高的背景下，中概股的吸引力显得更大。不仅如此，中概股的一些板块和公司也是国内市场所没有的稀缺标的，如电商、在线旅游等等；
- 4) 根据 MSCI 今年 2 月份的声明，符合条件的中概股公司将于今年 11 月份按照 50% 的比例被正式纳入到 MSCI 中国指数，而这将使得原来主要侧重配置中国 H 股市场的基金相应的配置到中概股市场，进而带来潜在的资金流入。



图表 10：中金海外策略推荐的中概股“估值洼地”组合

股票代码	公司名称	板块	当前 股价	2015 年初 至今表现	市值(百 万美元)	过去3个 月日均成 交量(百 万美元)	P/E 2015E	P/B 2015E	ROE 2015E	股息收益 率 2015E	CAGR 13-15E	中金 评级	中金目标 价隐含上 行空间
TEDU	达内科技	教育服务	12.4	12.1%	652	3.9	18.5	3.1	17%	N/A	N/A	N/A	N/A
CISG	泛华保险	保险	10.7	61.5%	616	1.8	18.0	1.1	6%	N/A	24%	N/A	N/A
SFUN	搜房	房地产服务	8.1	9.1%	3,327	62.2	15.7	4.5	31%	2%	-12%	N/A	N/A
EJ	易居中国	房地产服务	7.0	-3.2%	989	10.0	18.9	1.1	6%	2%	-3%	N/A	N/A
DQ	大全新能源	光伏	24.3	-7.6%	255	3.6	8.4	0.8	14%	N/A	N/A	BUY	35%
NTES	网易	互联网	128.9	30.0%	16,843	62.2	18.2	3.7	21%	1%	8%	BUY	6%
QIHU	奇虎360	互联网	58.8	2.6%	7,399	174.2	17.2	5.9	33%	0%	61%	BUY	31%
SINA	新浪	互联网	43.9	17.3%	2,560	52.9	67.6	1.2	2%	0%	-2%	BUY	41%
SOHU	搜狐公司	互联网	67.9	27.6%	2,617	28.0	N/A	2.4	-7%	0%	N/A	BUY	30%
YY	欢聚时代	互联网娱乐	69.0	10.6%	3,909	103.9	18.0	5.8	36%	0%	40%	BUY	30%
WB	微博	社交网络	17.1	20.0%	3,481	9.9	76.0	5.6	7%	0%	N/A	N/A	N/A
MOMO	陌陌	社交网络	11.1	-7.8%	2,091	5.1	73.8	5.8	8%	N/A	N/A	N/A	N/A
FENG	凤凰新媒体	媒体	7.4	-10.5%	573	1.9	12.3	1.8	14%	0%	1%	BUY	69%
PWRD	完美世界	网络游戏	19.5	24.0%	973	7.3	8.5	1.1	14%	3%	9%	BUY	23%
CMGE	中国手游	网络游戏	20.0	11.6%	630	6.3	9.5	2.0	26%	0%	137%	BUY	25%
CCIH	蓝汛	互联网服务	14.8	60.8%	375	2.7	41.1	2.4	6%	N/A	N/A	BUY	8%
VNET	世纪互联	互联网服务	19.2	24.4%	1,596	12.7	79.5	2.7	5%	0%	N/A	BUY	77%
HMIN	如家酒店	酒店	26.9	-10.3%	1,289	4.7	16.7	1.5	9%	N/A	33%	BUY	39%

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

中期：ADR 纳入 MSCI 中国指数，有助于中概股与 H 股市场的融合

根据 MSCI 在今年初向投资者发出的征求意见稿，为了进一步增强其指数系列对于不同市场上市、但属于同一国家上市公司的覆盖，对于中国市场而言，MSCI 提议将美国上市的中国 ADR（即中概股公司）纳入到现有的 MSCI 中国指数¹（当前主要以 H 股为主，含两只 B 股）。经过汇总投资者对此的反馈意见，MSCI 在今年 2 月份的季度指数审议中，确认了将于 2015 年 11 月的半年度指数审议时，把符合指数条件的中概股公司正式纳入到指数。但是为了减少对指数和投资者资产配置可能产生的冲击，11 月将先批按照 50% 的比例纳入指数，而另外 50% 将推后到 2016 年 2 月份加入。

依据 MSCI 在 5 月份半年度指数审议中提供的最新模拟结果，将有 18 支中概股公司符合被纳入到 MSCI 中国指数的条件（而 11 月份正式实施时的成份股可能会因为届时市值和流动性的波动出现改变，图表 11）。具体来看，阿里巴巴的权重最大，为 2.33%；而百度紧随其后，与阿里巴巴基本相当。板块层面，由于中概股公司的加入，基于当前数据，新的 MSCI 中国指数的板块分布也将出现明显改变，信息科技的权重上升幅度最大，而金融、电信和能源板块在指数中的权重则将明显降低（图表 12）。

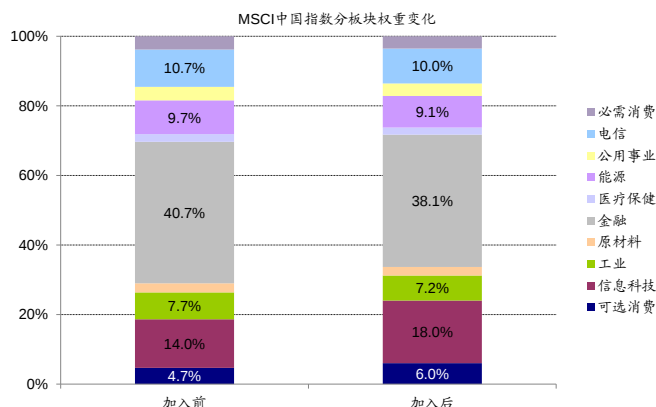
图表 11：符合被纳入 MSCI 中国指数的中概股公司

Bloomberg 代码	公司名称	所属板块	市值 (US\$m)	当前权 重	加入后权 重	权重变化	预计被动 资金流向 (US\$m)	过去20天日 均交易额 (US\$m)	所需交 易天数	2015e P/E	2015e P/B
Additions											
BABA US	阿里巴巴	I.T.	213,765	0.00%	2.33%	2.33%	498.6	1,707.2	0.3	33.2	8.1
BIDU US	百度	I.T.	52,634	0.00%	2.28%	2.28%	487.3	857.8	0.6	25.5	6.0
JD US	京东	Cons. Disc.	38,035	0.00%	0.49%	0.49%	105.5	274.6	0.4	1,768.4	9.4
NTES US	网易	I.T.	16,843	0.00%	0.44%	0.44%	93.5	73.2	1.3	18.1	3.7
CTRP US	携程	Cons. Disc.	8,626	0.00%	0.39%	0.39%	83.9	143.3	0.6	73.5	5.9
VIPS US	唯品会	Cons. Disc.	15,254	0.00%	0.29%	0.29%	61.9	144.9	0.4	47.7	20.3
QIHU US	奇虎360	I.T.	5,254	0.00%	0.19%	0.19%	41.3	157.5	0.3	16.6	5.7
WUBA US	58同城	I.T.	7,019	0.00%	0.17%	0.17%	37.1	214.6	0.2	N/A	18.1
EDU US	新东方	Cons. Disc.	3,832	0.00%	0.14%	0.14%	30.1	32.8	0.9	16.3	2.9
YOKU US	优酷土豆	I.T.	3,133	0.00%	0.14%	0.14%	29.8	62.0	0.5	N/A	1.8
SINA US	新浪公司	I.T.	2,560	0.00%	0.13%	0.13%	26.8	66.3	0.4	66.2	1.2
ATHM US	汽车之家	I.T.	2,470	0.00%	0.10%	0.10%	20.6	78.7	0.3	32.2	8.6
JMEI US	聚美优品	Cons. Disc.	2,210	0.00%	0.09%	0.09%	19.4	55.4	0.4	54.7	6.1
QUNR US	去哪儿网	Cons. Disc.	2,208	0.00%	0.09%	0.09%	19.4	40.9	0.5	N/A	N/A
YY US	欢聚时代	I.T.	2,435	0.00%	0.09%	0.09%	19.1	93.3	0.2	17.1	5.3
XRS US	学而思教育	Cons. Disc.	1,419	0.00%	0.06%	0.06%	12.5	17.9	0.7	29.9	7.2
BITA US	易车网	I.T.	3,798	0.00%	0.06%	0.06%	12.0	69.4	0.2	60.5	3.0
SFUN US	搜房	I.T.	2,347	0.00%	0.06%	0.06%	12.0	75.0	0.2	14.9	4.4

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

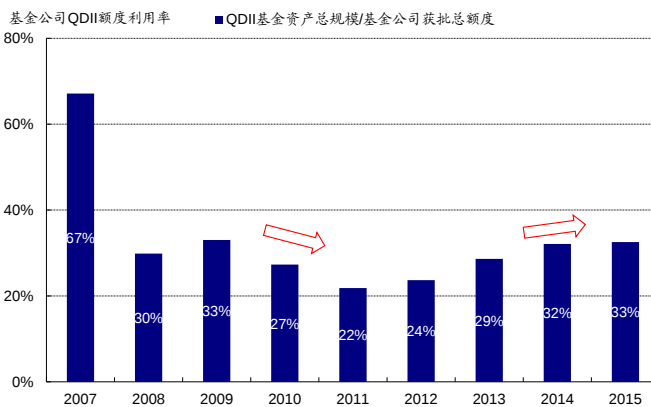
¹ <https://www.msci.com/index-consultations>


图表 12：纳入中概股后，MSCI 中国指数信息科技的权重上升幅度最大，而金融、电信和能源板块在指数中的权重则将明显降低



资料来源：Bloomberg, MSCI, 中金策略研究

图表 13：国内 QDII 基金额度的利用率虽然近几年有所提升，但仍处于 30% 左右的相对低位



资料来源：Bloomberg, Wind, 中金策略研究

从更长的视角来看，由于中概股在美国上市，投资者主体多为美国机构投资者和国内相对较小的美股投资群体，因此和中国 A、H 股两地市场长期处于相对割裂的状态。MSCI 将中概股纳入到 MSCI 中国指数，以及未来可能进一步将 A 股纳入到新兴市场指数体系，将有助于中概股市场和中国 A、H 股两地市场的融合、极大改变目前相对割裂的状态，从而有助于增加中概股市场在全球和国内投资者群体中的知名度、并带来进一步的资金流入，改变以往中概股流动性相对较低、成交不活跃、以及投资群体较窄的局限性。

长期：资本账户开放（QDII/QDII2）将使中概股进入更多国内投资者的视野

由于在市场制度、交易方式等方面存在诸多差异、以及国内资本管制的原因，长期以来，国内投资者对于海外市场投资的热情一直不高。即使是对于美国上市的中概股公司，也只是部分行业龙头为大家所熟知，而投资群体更是仅以部分 QDII、私募基金、以及专业“炒美族”为主。

以 QDII 基金为例，虽然近期年有所上升，但基金公司获批的 QDII 额度利用率（QDII 基金资产总规模 / 获批额度总额）仍处于 30% 的相对低位（图表 13），而且在今年一季度之前，QDII 基金基本长期处于净赎回的状态（图表 14），表明国内投资者对海外投资者的兴趣持续低迷。从 QDII 基金投资的区域配置来看，绝大多数资产仍然是配置在国内投资者更为熟悉的香港市场，而配置在美国的资产比例最高时也不超过三分之一（图表 15）。

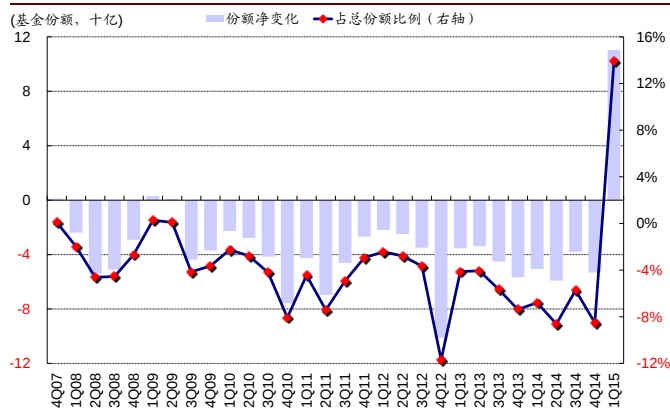
不过，一个积极的迹象是，这一情况正在得到改善。随着资本市场开放程度的上升，国内投资者对于海外市场（特别是港股和包括中概股在内的美股市场）的投资热情都在逐步提升，这一点从上面提到的近期 QDII 基金出现的一些积极变化中便可以看出。另外，从美国财政部统计的外国持有美国证券的情况来看，截至 2014 年 6 月，中国大陆投资者持有的美国证券总规模为 1.8 万亿美元，仅次于日本，位居第二（图表 16）。具体分资产类别来看，虽然持有债券的比例仍占到 80% 以上，但是过去几年以来，持有股票类资产的比例逐年快速上升，未来或仍有进一步的上升空间（图表 17）。

往前看，随着国内资本账户开放以及人民币国际化战略的持续而快速推进（周小川行长在此前曾提到 2015 年基本实现资本账户开放的目标²），以及未来 QDII 额度提升和 QDII2 机制的引入，有望为国内投资者投资海外市场提供更多制度上的便利，进而进一步激发国内居民海外资产多元化配置的需求和兴趣，而这对于国内投资者更为熟悉的港股和中概股市场将会起到更为明显的推动作用。

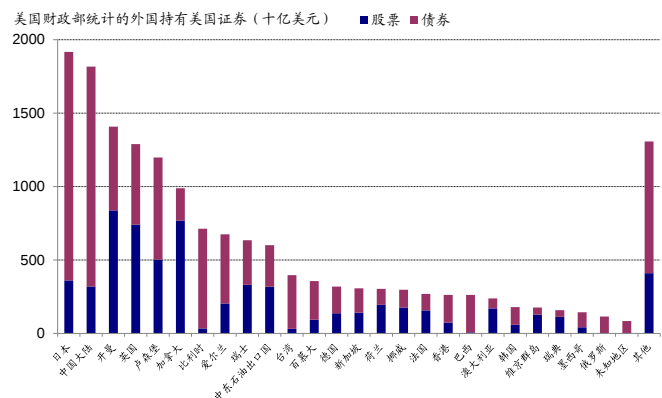
² http://news.xinhuanet.com/finance/2015-03/23/c_127608511.htm



图表 14：在今年一季度之前，QDII 基金长期处于净赎回状态

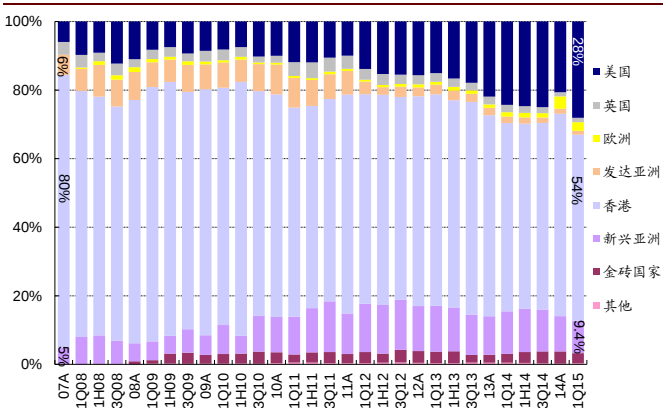


图表 16：截至 2014 年 6 月，中国大陆投资者持有的美国证券总规模为 1.8 万亿美元，仅次于日本，位居第二

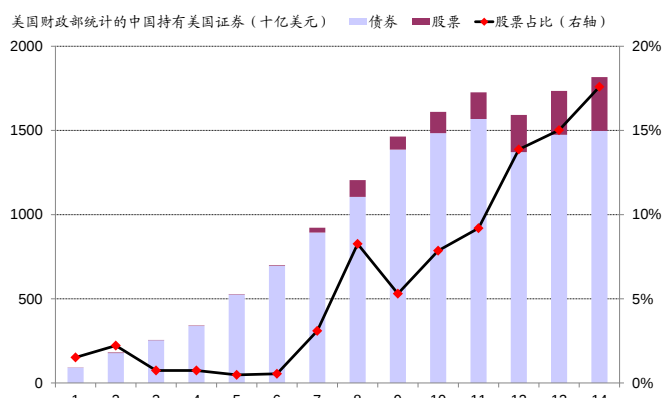


资料来源：Bloomberg，美国财政部，中金策略研究

图表 15：国内 QDII 基金额度的利用率虽然近几年有所提升，但仍处于 30% 左右的相对低位



图表 17：虽然持有债券的比例仍占到 80% 以上，但是过去几年以来，持有股票类资产的比例逐年快速上升，未来或仍有进一步的上升空间



资料来源：Bloomberg，Wind，中金策略研究



中概股“回归”之路充满机遇、但并非坦途

我们在中概股系列策略报告第二篇《[风光背后的隐忧](#)》的关键词三：“退市与私有化”中曾专门分析过，2012 年以来，由于信任危机严重打击了投资者对于中概股市场的信心，面对越来越不“友好”的市场环境（比如做空机构阻击、丑闻频发、股价大幅下挫等），有一些“水土不服”的中概股公司开始选择通过私有化的方式从美股退市。尽管后来随着市场的复苏，中概股上市活动在 2013 年又开始增多，但是私有化退市也逐渐成为常态。但是，彼时退市后的出路如能否回归 A 股市场上市还尚不明晰，特别是普遍采用 VIE（协议控制）结构的中概股公司更是面临诸多制度上的难题。

进入 2014 年下半年，A 股市场特别是创业板新一轮牛市的强势上涨给诸多公司带来令人眩目的财富和公司品牌效应；而相比之下，中概股市场则再度成为“被遗忘的角落”，同行业的中概股公司往往比 A 股对标公司存在大幅的估值折价。这种境遇使得更多公司开始萌生离开美股、重新回到 A 股上市的想法；特别是暴风科技拆除 VIE 结构后登陆创业板、股价历经 34 个涨停板的成功案例更是使那些在美国市场长期备受冷落、股价长久以来处于低位的中概股公司看到了“希望”。

在本章节中，我们将就投资者普遍关心的中概股“回归”A 股问题，从背景原因、可行性、方式和路径、以及面临的潜在挑战等五个方面进行全面而深入的分析。整体来看，虽然中概股“回归”之路上充满机遇、但也并非坦途。

为什么要“回归”？——在美上市“水土不服”、A 股市场更具吸引力

我们在本文的第一部分中分析到，中概股自 2014 年下半年以来由于美股市场相对疲弱的大环境、A 股市场开启牛市分流资金和注意力、以及中概股负面事件和自身问题不断等一系列原因造成中概股再度成为“被遗忘的角落”，与 A 股对应公司形成非常强烈的反差。不仅如此，对于一些股价长期低迷、默默无闻的中概股公司来说：**1）**一方面，由于公司价值被明显低估，无法进行有效的再融资；**2）**另一方面，又要接受严格的监管并支付大量维护上市的费用、甚至可能面对做空机构阻击和集体诉讼的风险。因此权衡之下，选择在成本较低的时候进行私有化退市也不失为一种最优的选择。

如果说选择从美股市场退市是一种“无奈”的话，那么来自 A 股市场的巨大吸引力（如高估值体系、充裕的流动性、知名度、品牌效应、以及再融资功能等）则是吸引中概股公司考虑“回归”A 股的主要“动力”。过去几年的 A 股市场长期低迷、表现远远落后于美股市场，因此本身并不具有明显的吸引力，然而这一情况目前已经出现了明显的改观。实际上，就市场本身特点来说，A 股的市场环境可能更适于那些业务主要集中在中国境内的中概股公司，具体来看：

- ▶ **在 A 股市场可以享受更高的估值，特别是具有稀缺性的标的。**相比海外市场，A 股公司往往存在明显的估值溢价、特别是代表中国经济未来转型方向的创业板和中小板上市公司，更是如此。不仅如此，在美上市的中概股公司主要以互联网、电商、教育、网络游戏、社交媒体、网络视频等板块为主，具有明显的稀缺性、甚至不乏行业内的龙头公司。因此此类公司如果从海外市场“回归”A 股的话，将会获得国内大量资金的追捧，并享受稀缺性带来的估值溢价；
- ▶ **知名度和品牌效应；公司经营理念也更容易获得国内资本市场的理解与认可。**市场监管制度、经济环境、以及商业理念的不同容易使得中概股公司产生“水土不服”的现象、也难免会使得海外投资者产生种种误解。因此一旦有负面消息出现，投资者的信心和情绪容易受到影响，而这也是国外一些机构“恶意做空”屡屡得手的主要原因之一。盛大游戏董事长陈天桥曾多次表示“美国资本市场不懂中国游戏”。而巨人网络总裁纪学锋也称：“美国和欧洲资本家并不真正了解中国的市场和企业”。因此往往存在海外资本市场并不认同公司经营发展理念的情形，体现在股价上便是长期低迷的走势。



在此背景下，美国中概股公司私有化退市已逐渐成为常态。2014 年至今，包括盛大游戏、巨人网络、澜起科技、完美世界、世纪佳缘、学大教育等在内的多家公司宣布已完成或正在进行私有化进程（图表 18）。不仅如此，部分此前拟赴美上市的公司也纷纷暂停或放弃此前的上市计划。例如 2014 年 5 月，触控科技因估值太低而暂缓赴美 IPO；而暴风科技拆除 VIE 结构并成功登陆 A 股市场。不久前，百合网也通过增资计划募集资金，用于拆除 VIE 架构，明显透露重回 A 股的意图。

图表 18：2014 年以来选择私有化退市的中概股公司

宣布日期	公司名称	代码	私有化进展
2014-1-27	盛大游戏	GAME	2015 年 4 月达成私有化并购最终协议，将于 2015 年下半年退市
2014-3-16	巨人网络	GA	2014 年 7 月完成私有化
2014-4-2	中燃伟业	SGAS	2014 年 11 月完成私有化
2014-4-2	诺亚舟教育	NED	2014 年 7 月完成私有化
2014-4-11	高德软件	AMAP	2014 年 7 月完成私有化
2014-6-12	澜起科技	MONT	2014 年 11 月完成私有化
2015-1-2	完美世界	PWRD	2015 年 4 月达成私有化并购最终协议，将于 2015 年下半年退市
2015-3-17	世纪佳缘	DATE	进行中
2015-4-13	久邦数码	GOMO	进行中
2015-4-21	学大教育	XUE	进行中
2015-4-30	药明康德	WX	进行中

资料来源：公开信息整理，中金策略研究

能否实现“回归”？——已有相关案例，电商“国八条”和注册制或提供更多制度便利

在探讨了“回归”的原因和动力之后，接下来的问题便是有没有“回归”的可行性。在回答这一问题之前，我们首先要了解一下中概股公司的基本背景、以及在“回归”路上需要解决哪些问题。

VIE 结构的背景与“回归”需要解决的问题

提及中概股，一个避不开的话题便是 VIE（Variable Interest Entities），即可变利益实体，又称为协议控制（图表 19）。其本质是境外上市主体（一般为离岸中心注册的壳公司，如开曼群岛等地）在中国境内的外商全资子公司（WFOE）通过一系列的协议安排、与中国境内的持牌实际运营实体之间的达成控制与被控制关系。国内的运营实体将所有的债务和权益转移给在境内的外资子公司，以换取其“服务和技术”，从而使得境外上市主体在没有控股关系和所有权的情况下，实质上享有国内运营实体的经济利益。

我们在中概股系列策略报告第二篇《[风光背后的隐忧](#)》中曾介绍过，VIE 是在美国上市的中概股所普遍选择的架构，主要目的是为了在对外融资的过程中，规避国内对于某些行业如互联网、传媒、教育服务等外资准入方面的限制。实际上，对于处于没有外资准入限制行业的公司而言，赴海外上市不一定非要选择构建复杂的 VIE 结构，而直接采用股权控制的红筹结构即可（图表 20）。

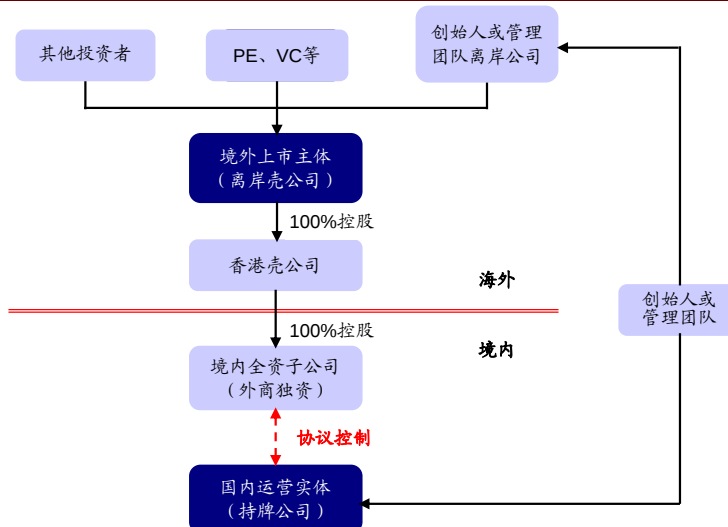
因此，不难看出，已经在美国上市、同时采用 VIE 结构的公司“回归”A 股市场的程序最为复杂，需要经历 1）在美退市、2）拆除 VIE 结构、3）A 股申请上市三个主要步骤；而采用 VIE 结构的未上市公司（如暴风科技）和采用红筹模式上市的公司，都相对而言简单一些。因此，在下文中，我们将主要以程序最为复杂的已经在美国上市、且采用 VIE 结构的公司为分析标的。

已有相关成功案例、且未来制度上可能提供更多便利

回到“回归”是否具有可行性的问题，简而言之，答案是肯定的。虽然目前尚没有直接从美股退市、拆除 VIE 结构后再到 A 股上市的成功案例，但是未上市公司拆除 VIE 结构并在 A 股上市已经不乏先例，如暴风科技、二六三和启明星辰，因此至少在实际操作方面证明是可行的。

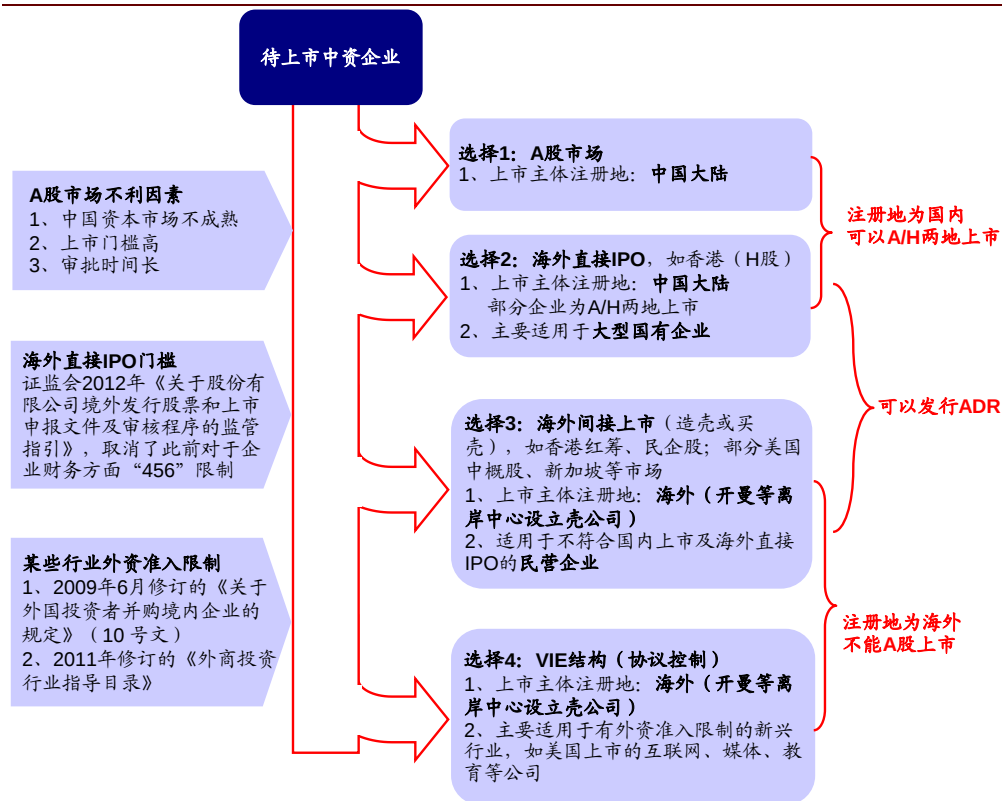


图表 19: VIE 结构框架示意图



资料来源：互联网公开信息整理，中金公司研究部

图表 20: VIE 结构产生的背景和原因 (中国公司上市路径示意图)



资料来源：互联网公开信息整理，中金公司研究部

往前看，未来制度上也存在进一步的改进空间，进而为更多公司“回归”A股创造便利。

- **行业准入限制的放宽、以及对新兴产业公司上市融资的鼓励。** 新兴产业（互联网、电商、教育等等）公司此前之所以赴海外上市主要是由于国内对于相关产业外资准入的限制。今年5月4日国务院发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》³（所谓的电商“国八条”），提出要加大金融服务支持，研究鼓励符合条件的互联网企业在境内上市，并且放开外商投资电子商务业务的外放持股比例。我们

³ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-05/07/content_9707.htm



认为，往前看，外商准入门槛的降低、结合未来资本项目的开放，将大大降低企业拆除 VIE 结构的难度，有望使得公司不需要完全清理现有的外资股东便可以满足国内上市条件。例如，根据今年 1 月工信部的通知，上海自贸区内电子商务类的外资持股占比已经完全放开⁴。

- **资本市场注册制改革。**另外一个限制海外公司“回归”的主要因素为国内上市冗长而繁杂的审批程序和排队时间。而未来随着注册制改革的落地，以及新三板市场的不断发展和完善，也将为中概股公司“回归”A 股提供更多便利。

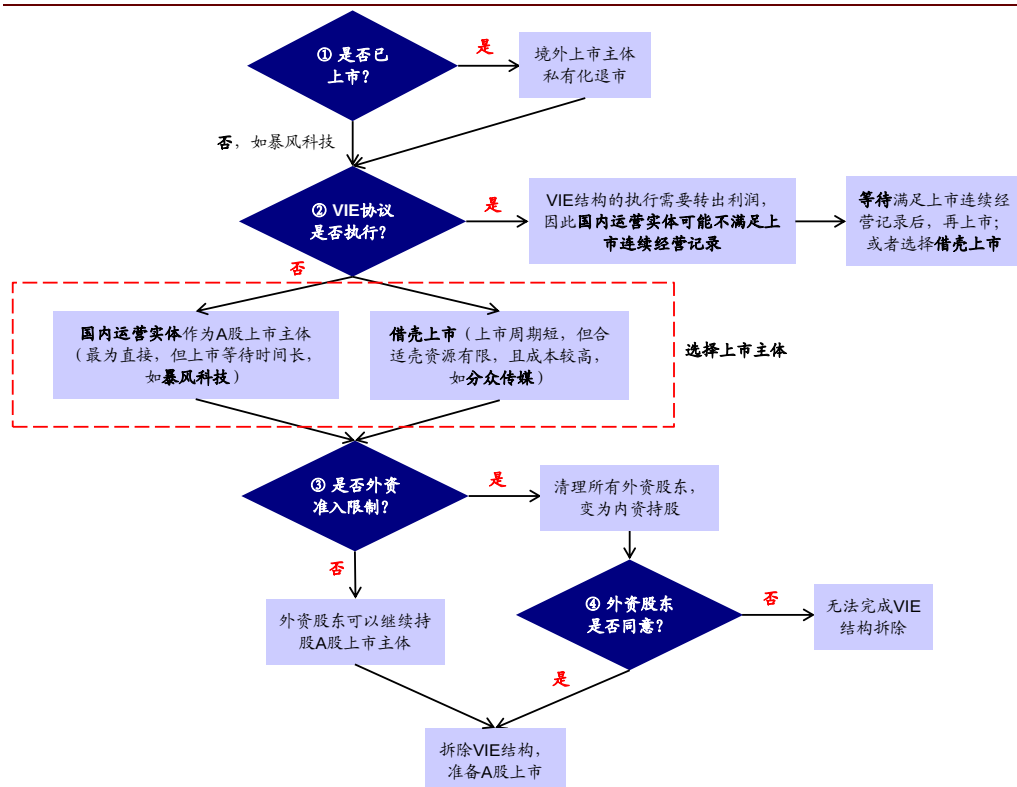
如何“回归”？——分三步走：在美退市、拆除 VIE、境内实体 A 股上市

基于上述几部分内容的分析，在美国上市、采用 VIE 结构的中概股公司“回归”A 股市场主要需要经历：**1) 在美退市、2) 拆除 VIE 结构、3) A 股申请上市**三个主要步骤。

具体来看，第一步私有化退市和第三步 A 股上市申请相对而言更为直接明了，只不过根据公司具体情况不同（如市值规模、股东结构、经营业绩等等），需要付出不同的费用和时间成本，并无特别之处。因此，**核心问题在于拆除 VIE 结构**。根据国内现行的市场制度，在 A 股上市的公司 **1) 必须为国内注册、且 2) 作为实际控制人的境内自然人**，不宜透过境外公司（特别是离岸群岛注册的壳公司）间接控股拟上市公司，因此中概股公司若想在 A 股上市，必须拆除 VIE 架构，将控制人持股落回境内。

拆除 VIE 结构的本质是将境内的经营实体由原来海外注册的壳公司通过协议控制改为中外合资或纯内资企业，即境内实际控制人直接持有境内实体的股权。这一股权重组的过程，包括以股权转让或回购的方式放弃实际控制人对原海外上市主体的持股、取消协议控制后，再以现金收购或股权增资的方式实现实际控制人和境外投资者对拟 A 股上市公司的持股。完成股权重组后，可能还会涉及到其他资产重组，即拟 A 股上市公司往往还需通过收购、增资或吸收合并等方式，将其他境内运营实体资产装入拟上市公司。

图表 21：拆除 VIE 结构时可能会涉及的一些主要问题



资料来源：互联网公开信息整理，中金公司研究部

⁴ <http://www.miit.gov.cn/n11293472/n11293832/n12845605/n13916928/16407135.html>



在具体拆除 VIE 结构的过程中，从大的框架来看，除去一些比较细节的涉及到税收、外汇、股权结构、实际控制人等方面细节，我们梳理出三个需要关注的关键问题（图表 21）：

- ▶ **选择 A 股上市主体。**回归 A 股上市，首先需要选择一个合适的上市主体。根据已有案例来看，一般而言都选择国内的实际运营实体作为 A 股上市主体。这样做的优点是结构简单清晰，但缺点是 IPO 审批排队时间长，而且对于那些已经充分执行了 VIE 协议（将大部分利润都转给协议对手方）的公司而言，也难以满足国内上市连续经营记录的要求。除此之外，还可以选择借壳上市的方式，借壳上市的优点在于时间周期相对较短，但是缺点在于合适的壳资源有限，而且在 A 股市场已经大幅上涨的背景下，成本也相对较高；
- ▶ **VIE 协议是否已经生效并执行？**在第一点中提到过，对于那些虽然已经构建了 VIE 结构，但是并没有真正生效、或者有效执行的公司而言，比如暴风科技，在拆除 VIE 结构时的障碍会相对较小。但是相反，如果 VIE 协议被执行得比较彻底、并已经生效了很长时间的话，一方面拆除时要复杂很多；另一方面，由于在国内上市对于上市主体有一定连续经营记录的要求，因此对于将大部门收入和利润都转出给协议对手方的国内运营实体而言，将无法满足上市要求，只能选择借壳上市、或者等待满足运营时间要求后在上市；
- ▶ **是否为外资准入限制行业？**对于外资准入有限制的行业而言，如互联网、教育等行业，需要清理外资股东的持股，转为纯内资背景股东（例如暴风科技和二六三）；而对于没有外资准入限制的行业而言，外资股东仍可以持股，只需要转入为持有国内上市主体公司即可。

案例一：暴风科技拆除 VIE 架构，成功登陆创业板

暴风科技在 2006~2008 年的几轮融资过程中，搭建了以境外上市为导向的 VIE 架构。在原有的 VIE 架构下，创业团队设立境外上市主体 Kuree，并由 Kuree 在大陆设立全资子公司互软科技，而互软科技又与境内持牌运营实体暴风网际及其股东签署一系列协议，以使 Kuree 能够享有国内收益。但实际上，暴风科技 VIE 结构中的《独家技术咨询和服务协议》等核心控制协议并未实际履行。

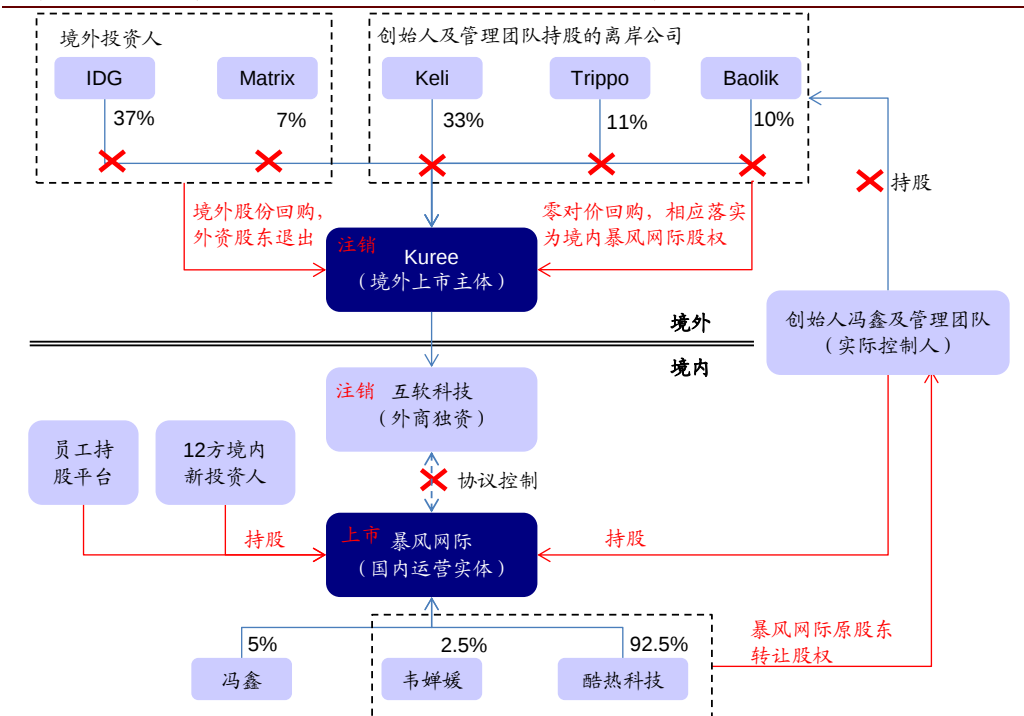
由于暴风科技所涉及的互联网视听行业对外资准入有严格限制，为谋求国内上市，外资股东需变现退出。2010 年 12 月，暴风科技开始拆除 VIE 结构，其步骤主要包括（图表 22）：

- 1) **Kuree 境外股份回购，原投资人 IDG 及 Matrix 变现退出。**根据各方签署的《股份回购协议》，约定以现金回购方式让境外投资人变现退出，Kuree 对 IDG 及 Matrix 的回购价款合计约为 4,148.3 万美元；
- 2) **Kuree 剩余股东境外零对价回购，境内相应落实为暴风网际的股权。**Kuree 对剩余股东（Keli、Trippo 及 Baolink，分别对应冯鑫、管理层及原始投资人蔡文胜）的回购并未支付任何价款，回购全部股权后，Kuree 注销。同时，暴风网际当时的股东酷热科技和韦婵媛向冯鑫、融辉似锦（管理层持股平台）及蔡文胜转让股权。通过回购和转股，Kuree 剩余股东（冯鑫、管理层及蔡文胜）实现了在境内运营实体暴风网际的同比例落地；
- 3) **股权转让，实现管理层直接持股以及员工激励目的。**2010 年 12 月，暴风网际相关股东进行了第二次股权转让，冯鑫、酷热科技及融辉似锦将相应股权转让给公司管理层及员工持股平台瑞丰利永、众翔宏泰；
- 4) **股权转让+认购增资，落实新投资人按约定估值投资发行人目的。**2011 年 2 月，暴风网际当时的现有股东向金石投资及和谐成长等 12 方境内新投资人进行了股权转让。2011 年 3 月，12 方新投资人对暴风网际进行增资；

成功实现股权转让、拆除 VIE 架构之后，暴风网际成为股东全部为境内股东的纯内资企业。2015 年 3 月 24 日，暴风科技成功登陆创业板，成为第一家主动转换资本结构回 A 股上市的互联网公司。



图表 22: 暴风科技 VIE 架构及拆除过程示意图 (红色部分示意拆除过程)



资料来源：中金公司投资银行部、中金策略研究

哪些公司“回归”的可能性更大？——小市值、股权集中、外资股东支持、稀缺性和成长性、A股高估值

综合上述我们对于中概股公司“回归”A股上市的原因、动力、可行性、以及具体方式的分析，虽然具体的操作和实施还取决于公司管理层和股东的意志、以及市场环境等不可控因素，需要个例具体分析；但是我们认为，潜在更有可能成功“回归”A股市场的公司需要满足一下一些条件：如**1）公司市值较小**（便于私有化退市）、**2）股权相对集中**（便于私有化退市、以及高效的执行公司战略）、**3）外资股东支持**（在私有化退市以及清理海外持股的过程中，都离不开外资股东的支持）、**4）公司稀缺性和行业成长性**（保证“回归”A股能够收到资本市场的关注和追捧）、**5）A股所属行业和对应公司有充分的估值溢价**（中概股公司“回归”A股市场的初衷和动力所在）。

图表 23: 中国主要互联网相关公司 IPO 情况



资料来源：互联网公开信息整理，中金公司投资银行部



“回归”过程中可能面临的不确定性和挑战

尽管对于许多美股市场上“水土不服”的中概股公司来说，私有化退市后谋求 A 股上市或许是个不错的选择，但在具体的操作过程中，每一个环节都有可能面临诸多不确定性和挑战，因此“回归”之路也并非坦途。

- ▶ **私有化进程存在不确定性，且成本不菲。**首先，私有化的价格如果不达投资者预期，有可能会使得公司陷入漫长的诉讼案之中，影响私有化和再上市进程。巨人网络 2014 年遭遇集体诉讼的主要原因便是由于众多中小股东认为私有化方案损害了他们的利益。

此外，在退市过程中还需要支付给中介机构不菲的费用，因此往往也会带来一定的财务压力。实际上，许多公司在私有化过程中都寻求了银行、私募机构的资金支持。此前国开行香港分行便曾为泰富电气、众品食品、千方科技、傅氏科普威等多家公司的私有化发起人提供资金。

- ▶ **再上市历时较长，且监管政策存在变数。**从私有化退市、拆除 VIE 架构、再到重新上市，每一个环节都涉及复杂的步骤，通常要耗时几年的时间（暴风科技创业板 A 股上市历时达四年之久）。在具体操作的过程中，需要涉及到的监管部门有商务、税务、发展改革、外汇管理、证监会、工商、以及行业主管部门等多个方面；而上市主体的选择、股权结构变更、实际控制人是否变化、持续经营和业绩连续、关联方交易、外汇流入或流出、重组中涉及到的所得税等都是需要具体解决的问题。



中概股投资手册

为了使投资者对中概股的全貌有更好的了解，在本节中，我们以投资手册的形式详细梳理了中概股市场从整体、到板块、再到个股的具体情况，供投资者参考。具体包括以下三部分内容：**1）**对比同行业热门中概股公司的商业模式、盈利状况和股价表现；**2）**梳理不同板块中概股、美股、A/H 股的可比公司；以及**3）**中概股七大主要板块（电商、互联网与服务、酒店餐饮与休闲、软件、光伏、教育服务和网络游戏）的表现、盈利和估值情况。

主要热门中概股对比

我们挑选了市场关注度较高的**电商、互联网服务、在线旅游、光伏、和教育服务**类公司进行了对比，具体分析它们在公司业绩、商业模式等方面的差异，寻找这些热门板块中不同公司市场表现出现分化的可能原因。

电商类公司

- **京东（JD）**公布的财报显示，2015 年第一季度，京东营收 366 亿元人民币，同比增 62%，超市场预期；非 GAAP 净损失 2.06 亿元人民币，同比收窄；商品交易总额 878 亿元，同比增 99%；第二季度收入指引也超分析师预期。

京东直接销售交易额强劲增长，主要受益于平台品牌意识和质量控制带动质量敏感类产品的销售，顾客回头率稳步增长，且跨境电商业务正迅速发展。而在 2014 年第四季度，京东的营收和净利润同样超出市场预期。

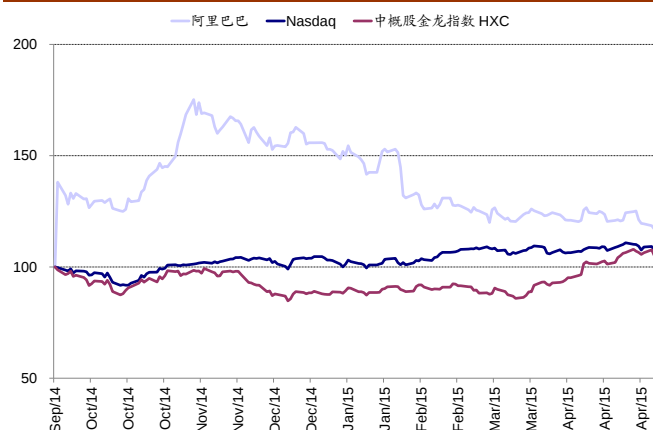
- **阿里巴巴（BABA）**2015 年第一季度营收 174 亿元人民币，同比增 45%，超出市场预期；非 GAAP 净利润 77 亿元，同比增 16%，超市场预期。商品交易总额约 6000 亿元，同比增 40%；其中移动端交易额占比首次突破 50%。

此前的 2014 年第四季度，阿里财报逊于市场预期，曾引起投资者的担忧。相比京东通过自营 B2C 模式带来的良好品牌形象和物流体验，阿里巴巴 C2C 模式虽然产品价格低、品类丰富，但假货问题、税收问题等负面问题较常出现。

图表 24：京东商城上市以来市场表现



图表 25：阿里巴巴上市以来市场表现



资料来源：FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部



互联网服务类公司

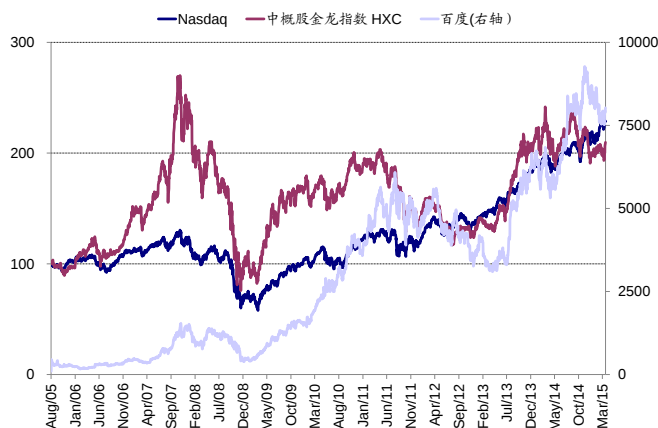
- **百度 (BIDU)** 2015 年第一季度营收 127 亿元人民币，同比增 34%，低于预期；非 GAAP 净利润同比增 1.2%。去年第四季度，百度营收同比增速 48%，净利润增速也不达预期。

这两份财报都表明百度的收入增速正在放缓。来自垂直领域的整合预计将导致其在线营销收入减少，且其 OTO 转型也并不顺利。并不理想的业绩表现已在股价上有所反映，去年 11 月以来股价明显下跌。

- **奇虎 360 (QIHU)**，2014 年第四季度，奇虎 360 营收 4.31 亿美元，同比增 95% 净利润 7680 万美元，同比增幅高达 363%。此外，公司预计 2015 年 1 季度营收仍将增长 41%~43%。

但奇虎 360 的股价表现却与其靓丽的业绩形成巨大反差。移动布局乏力、商业化进程过缓以及中国游戏市场竞争激化、网络彩票风波等因素，可能损伤了投资者对奇虎 360 的信心。

图表 26：百度上市以来市场表现



资料来源：FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 27：奇虎 360 上市以来市场表现



在线旅游类公司

在线旅游方面，目前行业竞争高度白热化，行业利润率持续承压。多家上市公司争相开启“烧钱”模式，以利润换市场。

- **去哪儿网 (QUNR)** 2014 年第四季度总营收为 5.20 亿元人民币，同比增长 107%，连续三个季度增速超过 100%，其移动端增速更是连续六个季度超 300%。超预期的财报公布之后，公司股价当日即涨 10%，此后更是持续大幅上涨。

去哪儿网是领先的垂直搜索类在线旅游电商平台。机票业务上，主要充当开放比价平台的导流功能；而在酒店业务上，去哪儿正在逐步实现从开放平台向 OTA 模式的转型，呈现自营 OTA 开放平台结合的模式。

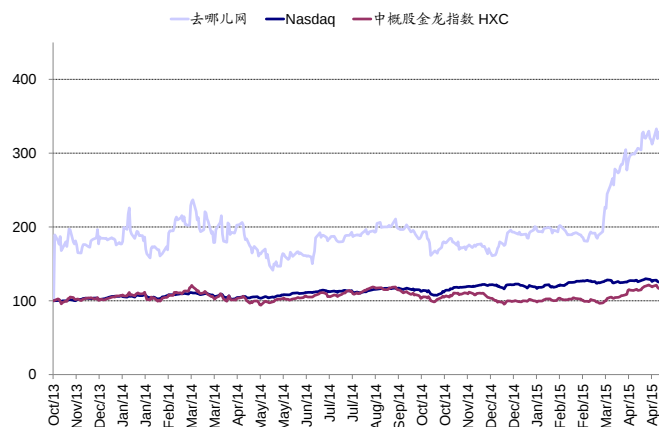
- **携程 (CTIP)** 2014 年第四季度非 GAAP 净亏损 9800 万元人民币，好于一致预期的 1.61 亿元。同时，公司预计 2015 年第一季度净收入年增长率约为 40~50%，高于一致预期的 33%。财报公布后，当日股价涨幅近 25%。

携程目前占有在线旅游行业超过 50% 的市场份额，在酒店预订和旅游度假市场位居第一。票务和酒店预订贡献了部分收入。近几年来，携程进行了多宗并购交易，加强对在线旅游各业务的布局。



- **途牛 (TOUR)** 2014 年第四季度营收 9.29 亿元人民币，同比增长 91%，远高于一致预期的 8.73 亿元。但由于营运成本较高，非 GAAP 净亏损 1.57 亿元，略逊预期。此外，公司预计下一季度收入同比增幅达 95%~100%，远超预期。途牛主要以网上采购旅游产品的模式经营，覆盖了休闲旅游市场的全产业链各环节，其核心优势在跟团游和出境游市场，并在在线跟团游市场名列第一。

图表 28：去哪儿网上市以来市场表现



资料来源：FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 29：携程上市以来市场表现

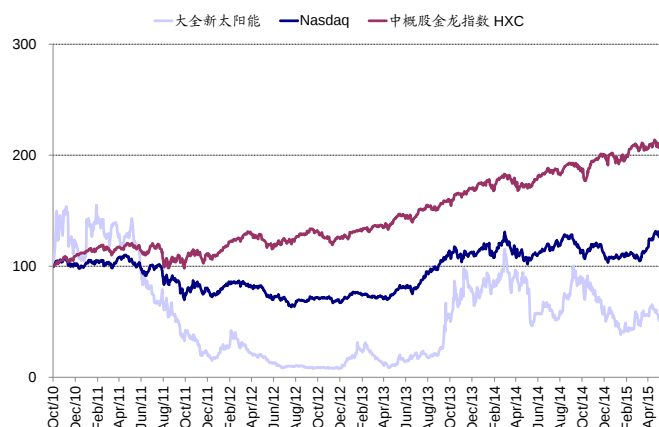


光伏类公司

随着整体行业的回暖，光伏企业大多走出了连续亏损的困境，总体来看，光伏公司 2014 年第四季度都有较良好的业绩表现。

- **大全新太阳能 (DQ)**，2015 年第一季度，营收 4190 万美元，同比降 1%，净利润 120 万美元，同比增 55%。一季度，公司多晶硅产量达到历史新高而生产成本达到历史最低。2015 年下半年多晶硅销售均价有望触底反弹，公司的产能扩张也有望进一步降低生产成本。
- **阿特斯 (CSIQ)**，2014 年第四季度，阿特斯营收 9.56 亿美元，同比增长 84.1%。净利润 7574 万美元。根据这份财报，阿特斯光伏组件出货量、营收额、净利润及自由现金流均创历史新高，且在同行企业中的表现抢眼。阿特斯的主要优势来源于其产品均价较高、解决方案业务快速增长，此外，其正在进行的业务模式调整（由“建设-出售”转向“建设-运营”模式）也有望增加现金流可持续性。

图表 30：大全新太阳能上市以来市场表现



资料来源：FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 31：阿特斯太阳能上市以来市场表现



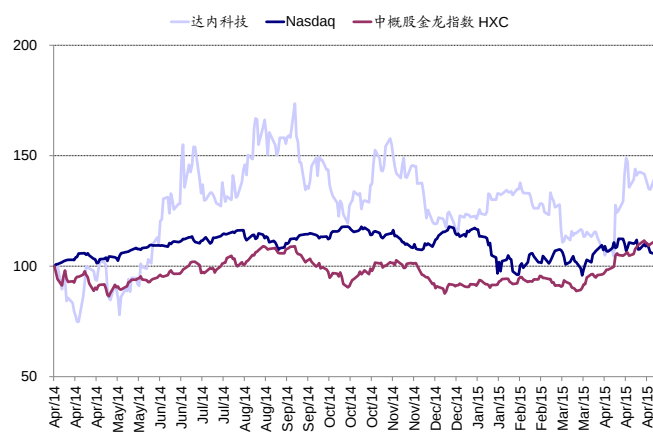
教育服务类公司

- **新东方 (EDU)**，新东方 2014 年第四季度业绩显示，本季度净营收 2.36 亿美元，同比增长 13.4%，净利润同比下降 44%至 240 万美元。财报公布后股价大跌。近年来，新东方在中小学培训、公务员培训等各种市场都没有占据先机，其互联网转型也不够坚决，目前公司依然面临较大的转型压力。
- **达内科技 (TEDU)**，2014 年第四季度净营收 3970 万同为教育巨头的好未来上一季度收入同比增长 35%至 9940 万美元，非 GAAP 净利润同比增长 8.8%至 1590 万美元。财报公布当日股价即大涨 6.65%。达内科技从 IT 培训起家，并拓展至非 IT 类的多元化课程，近期学生数量和学费迅速提升。

图表 32：新东方上市以来市场表现



图表 33：达内科技上市以来市场表现



资料来源：FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部



中概股、美股、A 股和 H 股可比公司梳理对比

图表 34：中概股市场分板块典型上市公司与美国、A 股和 H 股标的对比（表一）

股票代码	公司名称	股价表现		市值 (百万美元)	过去3个月 日均成交量(百万 美元)	12个月 动态 P/E	12个月 静态 P/B	12个月 动态股息 率	12个月 动态 ROE	销售额 同比增速		净利润 同比增速	
		YTD	2014							2014	2015E	2014	2015E
互联网零售													
BABA US	阿里巴巴	-17%	53%	213,765	1,446.3	30.3	9.2	0%	25%	52%	82%	173%	83%
JD US	京东	49%	22%	47,620	256.7	336.3	7.8	0%	2%	66%	53%	-9913%	97%
VIPS US	唯品会	40%	134%	17,509	154.6	42.0	38.1	0%	50%	122%	74%	162%	129%
JMEI US	聚美优品	92%	-38%	3,751	31.5	44.3	4.0	0%	15%	31%	63%	164%	8%
DANG US	当当网	1%	-3%	757	8.2	33.5	6.9	0%	24%	26%	28%	162%	1%
LITB US	兰亭集势	-30%	-22%	212	0.5	N/A	4.9	N/A	N/A	31%	16%	-522%	-5%
AMZN US	亚马逊	39%	-22%	201,570	1,214.1	109.0	18.6	0%	9%	20%	16%	-188%	623%
EBAY US	电子湾	4%	2%	70,873	452.9	18.2	3.6	0%	16%	12%	5%	-98%	8169%
002024 CH	苏宁云商	107%	-0%	22,171	591.7	960.5	4.7	0%	1%	3%	12%	133%	-102%
300413 CH	快乐购	630%	N/A	4,273	70.7	127.8	22.8	0%	16%	-13%	16%	-17%	21%
400 HK	科通芯城	176%	6%	2,035	7.4	33.0	8.0	N/A	18%	183%	35%	136%	70%
互联网与服务													
BIDU US	百度	-16%	28%	66,933	711.5	22.8	7.6	0%	27%	54%	39%	25%	22%
NTES US	网易	30%	26%	16,843	62.2	17.1	4.4	1%	21%	24%	28%	4%	19%
QIHU US	奇虎360	3%	-30%	7,399	174.2	15.1	7.4	0%	32%	107%	41%	124%	113%
SINA US	新浪	17%	-56%	2,560	52.9	46.1	1.2	0%	3%	16%	11%	292%	-72%
SOHU US	搜狐	28%	-27%	2,617	28.0	N/A	2.2	0%	-4%	19%	21%	-989%	50%
GOOG US	谷歌	2%	-6%	368,737	962.7	17.9	N/A	0%	16%	19%	-9%	12%	36%
700 HK	腾讯	40%	14%	189,856	456.5	33.9	14.7	0%	31%	31%	26%	54%	29%
YHOO US	雅虎	-14%	25%	40,916	587.4	54.7	1.2	0%	2%	-1%	-7%	451%	-90%
543 HK	太平洋网络	15%	-3%	597	2.5	12.9	3.9	5%	27%	16%	18%	-13%	19%
社交平台													
WB US	新浪微博	20%	-16%	3,481	9.9	47.7	2.4	0%	10%	77%	43%	-66%	182%
MOMO US	陌陌科技	-8%	-11%	2,091	5.1	36.9	9.5	N/A	14%	1330%	253%	-376%	143%
RENN US	人人公司	16%	-18%	1,593	1.2	N/A	0.9	N/A	-8%	-44%	-3%	-5%	-252%
FB US	Facebook	-0%	43%	219,071	2,040.2	35.5	5.8	0%	12%	58%	37%	96%	92%
TWTR US	推特公司	4%	-44%	24,430	952.5	81.8	6.6	0%	-1%	111%	58%	10%	141%
互联网娱乐													
YY	欢聚时代	11%	24%	3,909	103.9	16.0	7.9	0%	36%	101%	46%	122%	32%
300144 CH	宋城演艺	150%	57%	6,772	114.3	68.5	12.2	0%	14%	38%	81%	17%	59%
1980 HK	天鸽互动	46%	-23%	946	3.7	16.8	2.8	0%	13%	26%	28%	-16%	384%
2100 HK	百奥家庭互动	72%	-70%	399	2.1	10.6	1.6	3%	12%	11%	-1%	-551%	255%
网络视频													
YOKU US	优酷土豆	12%	-41%	3,847	45.6	N/A	1.7	0%	-6%	38%	37%	-40%	-38%
KUTV US	酷6网	-8%	-65%	44	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	-35%	N/A	69%	N/A
300104 CH	乐视网	452%	-20%	24,249	462.9	246.2	45.9	0%	18%	190%	108%	43%	45%
300431 CH	暴风科技	3119%	N/A	4,442	40.7	N/A	84.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
网络游戏													
GAME US	盛大游戏	21%	24%	1,854	5.2	N/A	9.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CYOU US	畅游	19%	-15%	1,722	4.7	10.5	1.9	0%	16%	2%	9%	-101%	4931%
PWRD US	完美世界	24%	-11%	973	7.3	8.1	1.5	3%	14%	26%	23%	-13%	43%
TAOM US	淘米	11%	-32%	115	0.0	196.8	1.0	N/A	N/A	-13%	1%	-82%	N/A
NCTY US	第九城市	-10%	-29%	40	0.1	N/A	0.8	N/A	N/A	-39%	N/A	80%	N/A
EA US	电子艺界	33%	105%	19,405	180.6	22.2	6.3	0%	26%	-6%	23%	-92%	10856%
ATVI US	动视暴雪	22%	13%	17,893	115.7	18.9	2.5	1%	12%	-4%	1%	-17%	8%
300315 CH	掌趣科技	103%	-12%	6,726	361.3	51.4	10.5	0%	24%	108%	64%	115%	69%
300113 CH	顺网科技	187%	-13%	2,703	98.7	66.3	15.7	0%	21%	88%	47%	53%	39%
434 HK	博雅互动	39%	-29%	780	7.4	11.1	3.3	3%	23%	39%	26%	107%	34%
1022 HK	飞鱼科技	103%	-14%	745	2.4	10.5	4.1	1%	N/A	134%	46%	124%	81%
8267 HK	蓝港互动	21%	0%	568	2.2	14.1	3.5	0%	20%	32%	73%	61%	251%
6899 HK	联众	202%	-38%	806	2.7	21.9	5.6	N/A	21%	101%	57%	179%	104%
484 HK	云游控股	15%	-73%	277	2.7	25.7	1.2	0%	4%	-46%	28%	92%	223%
互联网金融													
NOAH US	诺亚财富	72%	16%	1,986	16.8	22.3	6.4	0%	43%	55%	20%	41%	28%
CISG US	泛华保险	62%	10%	616	1.8	16.8	1.2	N/A	7%	22%	32%	69%	24%
JRJC US	金融界	5%	-15%	123	3.3	N/A	1.9	N/A	N/A	59%	N/A	16%	N/A
300059 CH	东方财富	354%	232%	24,707	700.0	259.9	76.1	0%	20%	143%	162%	3214%	200%
300033 CH	同花顺	444%	282%	10,673	224.2	208.7	52.6	0%	24%	46%	369%	176%	559%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；



图表 35：中概股市场分板块典型上市公司与美国、A 股和 H 股标的对比（表二）

股票代码	公司名称	股价表现		市值 (百万美元)	过去3个月 日均成交量(百万美元)	12个月 动态 P/E	12个月 静态 P/B	12个月 动态股息率	12个月 动态 ROE	销售额 同比增速		净利润 同比增速	
		YTD	2014							2014	2015E	2014	2015E
互联网彩票													
WBAi US	500彩票网	10%	-51%	662	29.5	16.5	47.1	N/A	13%	121%	5%	47%	57%
002229 CH	鸿博股份	147%	5%	1,824	76.6	118.1	13.2	N/A	N/A	22%	N/A	-44%	N/A
1371 HK	华彩控股	36%	16%	862	9.2	37.3	5.0	N/A	10%	39%	13%	13%	37%
555 HK	御泰中彩控股	-2%	-40%	797	6.6	9.0	1.0	7%	10%	-22%	13%	-112%	816%
8156 HK	众彩股份	63%	51%	566	1.8	N/A	13.1	N/A	N/A	145%	N/A	136%	N/A
光伏													
CSIQ US	阿特斯太阳能	62%	-19%	2,146	81.6	11.0	3.0	0%	26%	79%	3%	656%	-21%
HIMX US	奇景光电	-23%	-45%	1,062	17.2	15.4	2.3	5%	16%	9%	0%	8%	-9%
JKS US	晶科能源	45%	-33%	879	24.0	8.0	1.6	N/A	20%	41%	15%	258%	21%
YGE US	英利绿色能源	-27%	-53%	313	3.7	N/A	N/A	0%	29%	-6%	17%	35%	65%
DQ US	大全新能源	-8%	-27%	255	3.6	7.2	1.1	N/A	15%	67%	20%	123%	77%
SOL US	昱辉阳光	15%	-59%	165	1.6	N/A	2.4	N/A	-8%	3%	-3%	87%	49%
002129 CH	中环股份	180%	13%	9,913	95.8	159.5	9.4	0%	5%	28%	56%	84%	135%
FSLR US	福思第一太阳能	26%	-18%	5,684	158.7	19.8	1.1	0%	6%	3%	4%	12%	-42%
3800 HK	保利协鑫能源	22%	-25%	4,376	40.4	11.1	1.8	1%	14%	46%	-2%	394%	37%
601012 CH	隆基股份	164%	35%	4,848	253.5	48.0	9.2	0%	15%	61%	63%	314%	81%
SPWR US	美国太阳能	27%	-13%	4,381	64.2	28.6	2.9	0%	10%	21%	-23%	157%	-33%
600401 CH	海润光伏	69%	2%	2,967	201.3	19.9	3.8	N/A	N/A	4%	N/A	-368%	N/A
600537 CH	亿晶光电	41%	26%	1,836	66.7	47.1	4.4	1%	13%	21%	19%	74%	26%
712 HK	卡姆丹克太阳能	33%	-29%	246	1.3	18.3	1.0	N/A	5%	-3%	73%	32%	183%
757 HK	阳光能源	36%	-27%	157	1.1	N/A	0.9	N/A	N/A	33%	N/A	53%	N/A
酒店													
HTHT US	华住酒店	-16%	-14%	1,377	3.1	24.4	2.7	0%	10%	19%	9%	10%	8%
HMIN US	如家	-10%	-31%	1,289	4.7	16.1	1.6	N/A	9%	5%	4%	161%	-1%
MAR US	万豪国际	2%	58%	21,919	164.9	24.0	N/A	1%	-35%	8%	7%	20%	14%
H US	凯悦酒店	-3%	22%	8,529	26.4	44.5	1.9	0%	4%	6%	-1%	66%	-49%
69 HK	香格里拉	7%	-29%	5,283	3.5	29.5	0.8	1%	2%	1%	10%	-54%	-19%
900934 CH	锦江B	84%	21%	4,352	2.8	25.6	2.0	3%	9%	9%	105%	29%	26%
600754 CH	锦江股份	45%	57%	4,352	27.6	42.4	3.4	1%	9%	9%	105%	29%	26%
2006 HK	锦江酒店	54%	-6%	2,743	3.8	24.6	2.0	2%	8%	1%	35%	40%	13%
在线旅游													
CTRP US	携程	40%	-8%	8,626	149.6	51.7	5.8	0%	8%	33%	41%	-76%	167%
QUNR US	去哪儿网	73%	7%	5,894	37.9	N/A	N/A	0%	130%	106%	73%	-886%	34%
TOUR US	途牛	52%	33%	983	5.7	N/A	5.1	N/A	-87%	81%	99%	-461%	-44%
LONG US	艺龙	-8%	-12%	593	0.4	N/A	2.3	N/A	N/A	8%	3%	-60%	-152%
PCLN US	Priceline	4%	-2%	61,498	840.5	19.9	7.1	0%	29%	24%	10%	28%	22%
EXPE US	Expedia	22%	23%	13,242	177.2	25.6	8.0	1%	23%	21%	14%	71%	16%
600138 CH	中青旅	57%	40%	3,003	101.7	36.4	4.2	1%	10%	14%	17%	49%	30%
002707 CH	众信旅游	69%	419%	2,271	21.7	67.5	20.9	0%	21%	40%	65%	24%	60%
教育服务													
EDU US	新东方	19%	-35%	3,832	23.3	15.3	3.3	1%	19%	19%	19%	58%	7%
XRS US	好未来	29%	28%	2,863	12.6	28.0	9.1	0%	28%	39%	76%	81%	68%
TEDU US	达内科技	12%	23%	652	3.9	16.1	1.1	N/A	18%	47%	35%	76%	57%
300359 CH	全通教育	382%	336%	6,652	56.2	266.2	111.3	0%	28%	12%	271%	7%	226%
002678 CH	珠江钢琴	37%	87%	2,788	26.6	78.4	9.4	1%	10%	3%	16%	-28%	42%
777 HK	网龙网络	106%	-4%	1,792	8.5	36.5	2.5	1%	4%	9%	13%	-97%	45%
人力资源服务													
JOBS US	前程无忧	-3%	-8%	2,075	5.2	17.7	3.7	0%	16%	11%	19%	-14%	56%
ZPIN US	智联招聘	3%	12%	805	1.8	17.8	6.0	0%	28%	22%	32%	19%	57%
LNKD US	LinkedIn	-13%	6%	25,226	418.7	82.3	7.4	0%	3%	45%	31%	-159%	1701%
房地产管理													
SFUN US	搜房	9%	-55%	3,327	62.2	14.1	5.3	2%	31%	10%	17%	-15%	-11%
LEJU US	乐居	-8%	8%	1,379	4.0	12.6	3.2	0%	20%	48%	23%	56%	61%
EJ US	易居	-3%	-48%	989	10.0	15.1	1.0	2%	7%	24%	16%	-23%	38%
Z US	Zillow	-7%	30%	5,685	217.8	129.1	6.8	0%	-1%	65%	109%	-250%	99%
002285 CH	世联行	202%	72%	5,586	104.4	56.3	16.7	0%	22%	29%	37%	24%	26%
300295 CH	三六五	210%	46%	3,024	72.4	81.3	23.8	0%	20%	27%	48%	32%	34%
1778 HK	彩生活	60%	78%	1,393	2.5	25.3	8.1	1%	24%	67%	73%	228%	85%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部



图表 36：中概股市场分板块典型上市公司与美国、A 股和 H 股标的的对比（表三）

股票代码	公司名称	股价表现		市值 (百万美元)	过去3个月 日均成交量 (百万美元)	12个月 动态 P/E	12个月 静态 P/B	12个月 动态股息率	12个月 动态 ROE	销售额 同比增速		净利润 同比增速	
		YTD	2014							2014	2015E	2014	2015E
汽车经销商													
ATHM US	汽车之家	43%	-1%	5,697	54.0	29.0	9.1	1%	26%	75%	126%	64%	46%
BITA US	易车网	-10%	120%	3,798	66.2	42.1	8.7	0%	11%	71%	59%	101%	-26%
TRUE US	TrueCar	-41%	154%	1,102	24.9	61.4	4.3	N/A	8%	54%	37%	-93%	126%
租车服务													
EHIC US	一嗨租车	28%	-32%	604	0.9	24.3	0.4	N/A	6%	50%	78%	39%	199%
HTZ US	赫兹	-17%	-13%	9,454	136.3	16.5	3.4	N/A	17%	N/A	N/A	N/A	N/A
CAR US	Avis	-20%	64%	5,642	98.1	14.5	10.9	N/A	54%	7%	4%	1431%	50%
699 HK	神州租车	72%	23%	5,449	10.7	24.7	N/A	0%	19%	30%	60%	295%	143%
互联网软件服务													
FTNT US	飞塔	27%	60%	6,608	59.7	69.5	9.2	0%	11%	25%	22%	-43%	251%
CMCM US	猎豹移动	65%	8%	3,484	20.5	40.1	12.2	0%	31%	135%	101%	10%	204%
VNET US	世纪互联	24%	-34%	1,596	12.7	56.1	3.6	0%	6%	46%	40%	-623%	135%
CCIH US	蓝汛	61%	3%	375	2.7	27.7	2.8	N/A	9%	25%	29%	80%	943%
MSFT US	微软	2%	24%	383,203	1,632.6	17.0	4.3	3%	23%	12%	7%	1%	-3%
IBM US	国际商业机器	7%	-14%	168,508	700.1	10.7	13.9	3%	92%	-6%	-10%	-27%	29%
600588 CH	用友网络	147%	104%	10,928	315.8	81.4	17.6	1%	17%	0%	22%	0%	37%
3888 HK	金山软件	82%	-31%	4,336	57.4	26.3	5.8	1%	16%	54%	55%	15%	16%
268 HK	金蝶国际	99%	-2%	1,538	21.9	34.7	4.8	0%	13%	-3%	11%	56%	33%
354 HK	中软国际	90%	8%	1,064	19.7	21.2	4.1	N/A	11%	38%	24%	35%	41%
1297 HK	中国擎天软件	94%	52%	804	6.0	25.7	6.7	1%	20%	24%	30%	33%	27%
媒体													
FENG US	凤凰新媒体	-10%	-14%	573	1.9	11.0	2.0	0%	15%	15%	18%	-6%	7%
BONA US	博纳影业	33%	23%	570	2.4	26.7	2.6	N/A	10%	70%	30%	13%	211%
AMCN US	航美传媒	73%	26%	271	4.7	N/A	1.1	0%	-10%	-6%	-9%	-142%	-24%
GSOL US	环球资源	-12%	-22%	167	0.1	N/A	1.0	N/A	N/A	0%	N/A	-44%	N/A
VISN US	华视传媒	34%	-59%	66	0.5	N/A	N/A	N/A	N/A	-1%	N/A	-30%	N/A
TWX US	时代华纳	-3%	28%	68,450	324.7	16.4	2.8	2%	18%	3%	4%	4%	1%
002739 CH	万达院线	976%	N/A	20,710	119.2	91.8	38.3	0%	24%	35%	46%	33%	50%
300027 CH	华谊兄弟	55%	-5%	8,203	288.1	47.0	8.5	1%	16%	19%	33%	52%	15%
300251 CH	光线传媒	51%	29%	6,500	167.9	57.1	11.5	0%	14%	35%	39%	0%	61%
生物制药/医疗设备													
MR US	迈瑞	15%	-27%	3,556	18.4	16.2	2.2	2%	12%	9%	8%	-14%	12%
RHHBY US	罗氏	5%	-3%	246,362	36.1	17.2	Id Not A	3%	51%	1%	-0%	-16%	31%
PFE US	辉瑞制药	9%	2%	209,114	924.6	16.1	3.1	3%	21%	-4%	-8%	-58%	40%
600196 CH	复星医药	32%	8%	10,013	143.4	22.5	3.7	1%	15%	20%	20%	34%	22%
1093 HK	石药集团	13%	12%	5,868	45.9	24.6	5.6	1%	20%	10%	13%	30%	35%
医疗服务													
KANG	爱康国宾	15%	7%	1,122	5.4	23.3	N/A	N/A	13%	51%	77%	80%	103%
300015 CH	爱尔眼科	55%	32%	4,491	42.1	60.8	13.1	0%	18%	21%	25%	38%	32%
1515 HK	凤凰医疗	5%	15%	1,611	6.9	34.6	6.1	1%	16%	36%	25%	156%	14%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

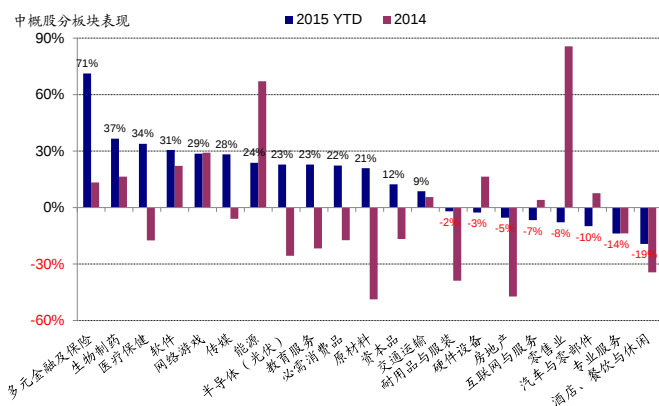


中概股手册——整体情况

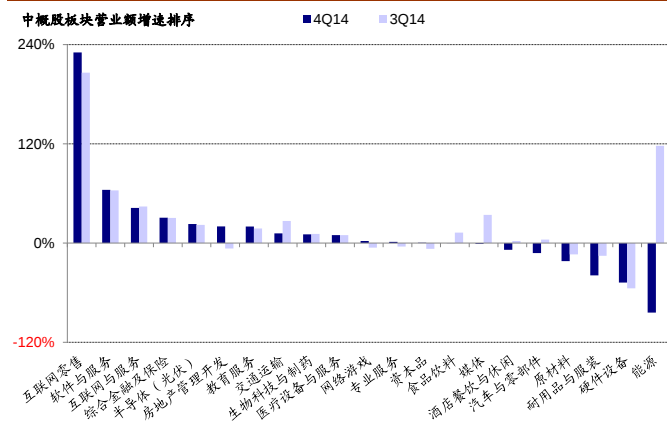
从市场表现来看，2015 年初至今，2015 年年初以来，表现最好的板块分别为多元金融、生物制药、医疗保健、软件、网游、传媒、光伏和教育等，涨幅都在 20% 以上；相反，酒店餐饮、电商、互联网、房地产和硬件则仍为负收益（图表 37）。2014 年零售板块的超常表现主要得益于新上市的京东、聚美优品、阿里巴巴等电商的强劲表现，但进入 2015 年之后，“电商热”已大为减退，电商板块内部也出现了分化，致使板块整体表现不佳。

而从基本面的角度来看，电商、互联网与服务、软件与服务板块在 2014 年第三、第四季度都保持了较高的营收增速。但从净利润增速来看，这些与互联网相关的板块的净利润增速普遍偏低；而资本品、半导体（光伏）以及硬件设备的净利润增速居前。

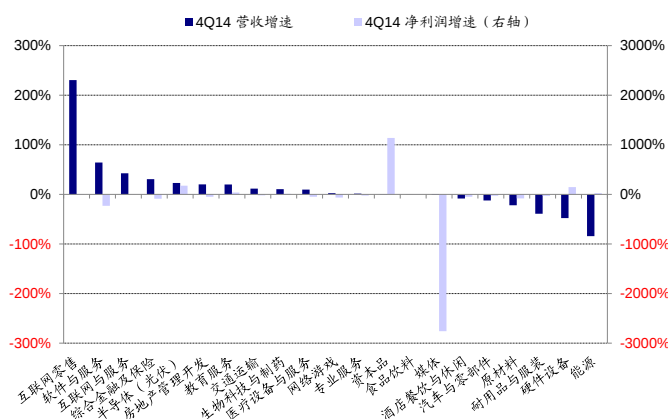
图表 37：2015 年至今，中概股多元金融及保险、能源板块跑赢其他板块，而零售板块表现急转直下



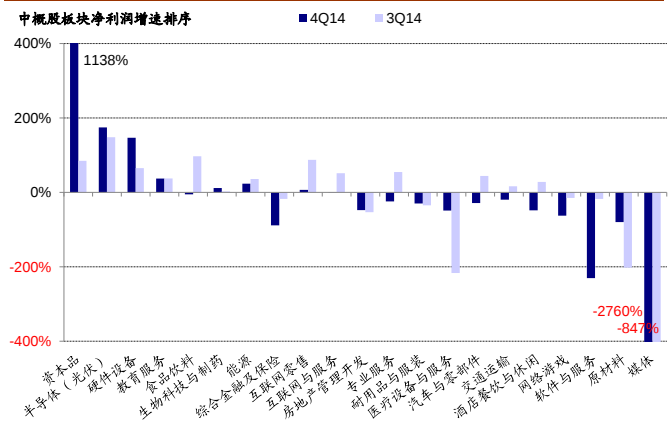
图表 39：互联网零售、互联网与服务、软件与服务板块 2014 年第三、第四季度的营业额增速居前



图表 38：互联网和电商板块 2014 年第四季度的营收增速最高，但净利润增速普遍偏低



图表 40：...而资本品、半导体（光伏）板块的净利润增速最高



资料来源：FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部



中概股手册——分板块表现、盈利和估值

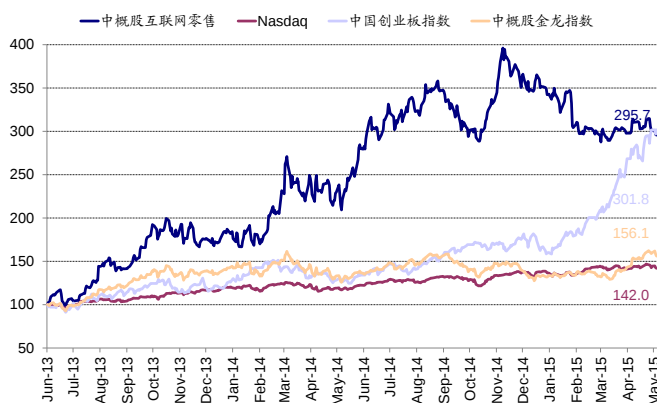
电商（互联网零售）板块

图表41：中概股电商（互联网零售）板块主要公司

股票代码	公司名称	当前股价	股价表现	市值 (百万美元)	过去3个月日均成交量 (百万美元)	12个月动态P/E	12个月静态P/B	12个月动态ROE	12个月动态股息率	销售额同比增长	净利润同比增长
			2W YTD 52W							FY15E FY14 FY15E FY14	
BABA	阿里巴巴	86.72	8% -17% -6%	213,765	1,446.31	30.3	9.2	25%	0.0%	N/A 56%	N/A 181%
JD	京东商城	34.46	0% 49% 58%	47,620	256.69	336.4	7.8	2%	0.0%	51% 65%	112% -9891%
VIPS	唯品会	27.32	-5% 40% 100%	17,509	154.59	42.0	38.1	50%	0.0%	74% 122%	60% 162%
CTRP	携程	63.75	-1% 40% 29%	8,626	149.59	51.7	5.8	8%	0.0%	41% 33%	14% -76%
QUNR	去哪儿网	49.30	-1% 73% 98%	5,894	37.31	N/A	N/A	130%	0.0%	71% 106%	-48% -884%
JMEI	聚美优品	26.21	20% 92% -4%	3,751	30.99	44.3	4.0	15%	0.0%	56% 31%	15% 164%
DANG	当当网	9.37	-0% 1% -8%	757	8.24	33.5	6.9	24%	0.0%	27% 26%	-10% 162%
LONG	艺龙	16.51	0% -8% 18%	593	0.41	N/A	2.3	N/A	N/A	-1% 7%	-127% -60%
LITB	兰亭集势	4.38	-7% -30% -12%	212	0.45	N/A	4.9	N/A	N/A	16% 31%	-62% -522%
CNR	中国新城农村	0.93	9% 1% 28%	68	0.00	N/A	0.1	N/A	N/A	36% N/A	203%
MCOX	麦考林	3.87	-4% 4% 11%	50	0.06	N/A	1.0	N/A	N/A	-43% N/A	39%
ATV	橡果国际	2.01	81% 20% -2%	60	0.03	N/A	0.6	N/A	N/A	N/A N/A	N/A
CALI	中国汽车物流	1.72	-20% 61% -10%	7	0.36	N/A	0.2	N/A	N/A	-12% N/A	-5224%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表42：中概股电商板块表现

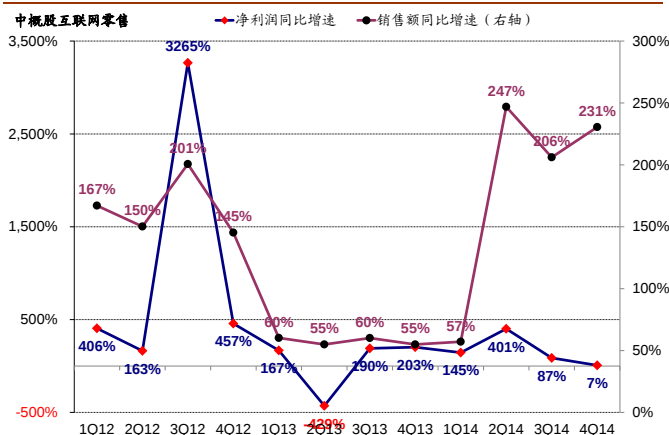


图表44：2011年以来板块动态市销率



资料来源：FactSet，Bloomberg，中金公司研究部

图表43：板块整体销售额及净利润同比增长



图表45：2011年以来板块静态市净率



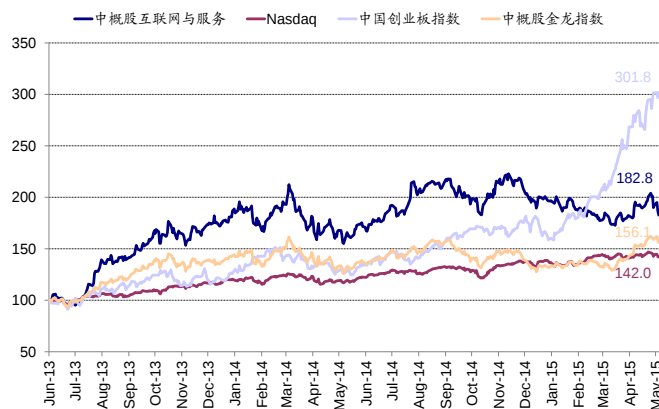
互联网与服务板块

图表 46: 中概股互联网与服务板块主要公司

股票代码	公司名称	当前股价	股价表现			市值 (百万美元)	过去3个月 日均成交量 (百万美元)	12个月 动态P/E	12个月 静态P/B	12个月 动态ROE	12个月动 态股息率	销售额同比增速		净利润同比增速	
			2W	YTD	52W							FY15E	FY14	FY15E	FY14
BIDU	百度	190.84	-6%	-16%	25%	66,933	711.52	22.8	7.6	27%	0.0%	38%	53%	17%	25%
QIHU	奇虎360	58.76	-4%	3%	-24%	7,399	171.35	15.1	7.4	32%	0.0%	41%	107%	39%	124%
WUBA	58同城	79.10	1%	90%	114%	5,077	97.86	N/A	12.4	-9%	0.0%	82%	82%	-536%	16%
ATHM	汽车之家	51.90	-6%	43%	77%	5,697	53.97	29.0	9.1	26%	0.7%	844%	75%	721%	64%
YY	欢聚时代	68.97	-1%	11%	31%	3,909	103.92	16.1	7.9	36%	0.0%	45%	101%	17%	122%
YOKU	优酷土豆	19.90	-1%	12%	-5%	3,847	45.55	N/A	1.7	-6%	0.0%	42%	37%	-106%	-39%
BITA	易车	63.20	1%	-10%	83%	3,798	65.09	42.1	8.7	11%	0.0%	57%	70%	-28%	101%
SFUN	搜房网	8.06	-5%	9%	-28%	3,327	62.17	14.1	5.3	31%	2.4%	16%	10%	-18%	-15%
WB	微博	17.09	1%	20%	-4%	3,481	9.85	47.7	2.4	10%	0.0%	43%	77%	3106%	-66%
SOHU	搜狐	67.85	-1%	28%	21%	2,617	27.99	N/A	2.2	-4%	0.0%	21%	19%	31%	-989%
SINA	新浪	43.88	-2%	17%	-9%	2,560	52.94	46.1	1.2	3%	0.0%	12%	16%	-4%	292%
MOMO	陌陌	11.07	-2%	-8%	-22%	2,091	5.14	36.9	9.5	14%	N/A	253%	1330%	241%	-376%
VNET	世纪互联	19.24	-7%	24%	-17%	1,596	12.66	56.1	3.6	6%	0.0%	39%	46%	53%	-621%
RENN	人人	2.92	-5%	16%	-11%	1,593	1.15	N/A	0.9	-8%	N/A	3%	-44%	-155%	-5%
LEJU	乐居	9.94	-7%	-8%	-1%	1,379	4.03	12.6	3.2	20%	0.5%	23%	48%	18%	56%
FENG	凤凰新媒体	7.44	-2%	-10%	-15%	573	1.94	11.0	2.0	15%	0.0%	17%	15%	-9%	-6%
XNET	迅雷	8.29	-0%	14%	-42%	539	1.04	26.9	5.9	6%	N/A	-7%	3%	379%	2%
CCIH	蓝汛	14.78	0%	61%	17%	375	2.68	27.7	2.8	9%	N/A	28%	25%	47%	80%
DATE	世纪佳缘	5.80	1%	22%	4%	193	0.53	21.1	4.6	N/A	N/A	28%	24%	39%	-68%
JRJC	金融界	5.56	-1%	5%	91%	123	3.30	N/A	1.9	N/A	N/A	N/A	59%	N/A	16%
MARK	REMARK MEDIA	4.17	-1%	-9%	-28%	54	0.08	N/A	10.3	N/A	N/A	N/A	-10%	N/A	-161%
KUTV	酷6	0.92	7%	-8%	-39%	44	0.04	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-35%	N/A	69%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 47: 中概股互联网与服务板块表现

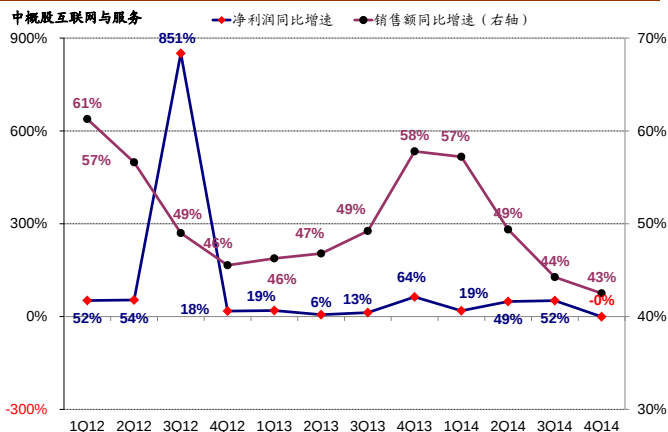


图表 49: 2011 年以来板块动态市盈率



资料来源: FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 48: 板块整体销售额及净利润同比增速



图表 50: 2011 年以来板块静态市净率



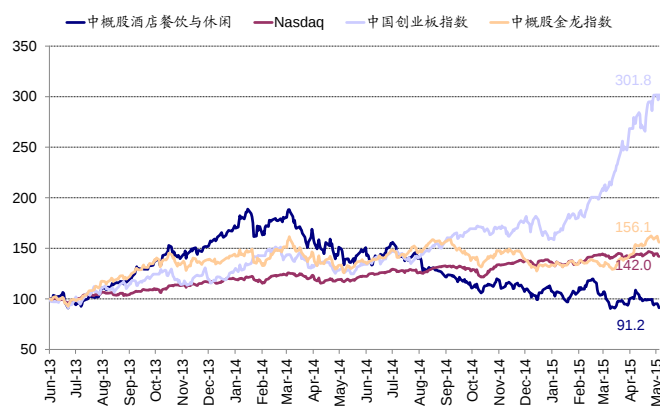
酒店、餐饮与休闲板块

图表 51：中概股酒店、餐饮与休闲板块主要公司

股票代码	公司名称	当前股价	股价表现			市值 (百万美元)	过去3个月日均成交量 (百万美元)	12个月动态P/E	12个月静态P/B	12个月动态ROE	12个月动态股息率	销售同比增速		净利润同比增速	
			2W	YTD	52W							FY15E	FY14	FY15E	FY14
MPEL	新濠博亚娱乐	19.76	-5%	-22%	-41%	10,740	85.84	28.3	2.5	8%	1.3%	1%	-6%	-39%	-5%
HTHT	华住酒店	22.16	-2%	-16%	11%	1,377	3.15	24.4	2.7	10%	0.0%	8%	19%	-3%	10%
HMIN	如家	26.93	-3%	-10%	-0%	1,289	4.65	16.1	1.6	9%	N/A	3%	5%	-6%	161%
TOUR	途牛	18.28	12%	52%	82%	983	5.69	N/A	5.1	-87%	N/A	1139%	81%	-794%	-461%
WBAI	500彩票网	19.17	6%	10%	-38%	662	29.48	16.5	47.1	13%	N/A	5%	121%	-0%	47%
CCSC	乡村基	5.09	-4%	-14%	-44%	133	0.18	N/A	0.9	N/A	N/A	N/A	7%	N/A	-4%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 52：中概股酒店、餐饮与休闲板块表现

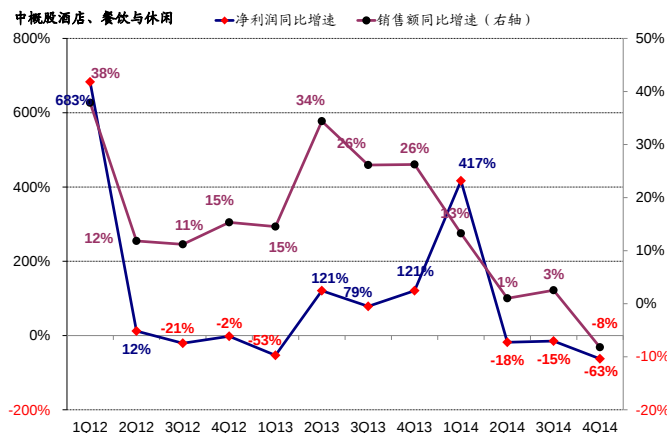


图表 54：2011 年以来板块动态市盈率



资料来源：FactSet，Bloomberg，中金公司研究部

图表 53：板块整体销售额及净利润同比增速



图表 55：2011 年以来板块静态市净率



软件板块

图表 56：中概股软件板块主要公司

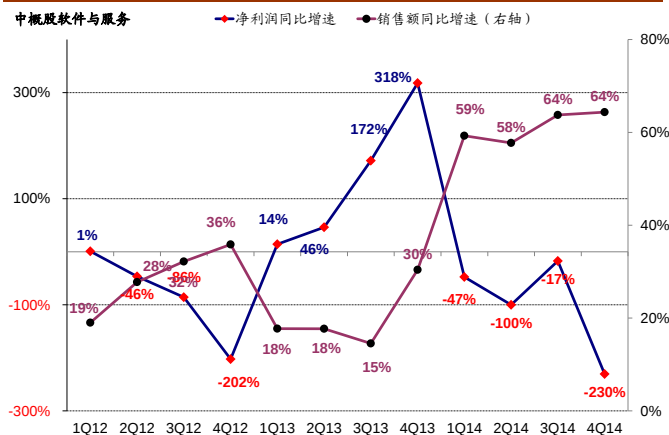
股票代码	公司名称	当前股价	股价表现			市值 (百万美元)	过去3个月日均成交量 (百万美元)	12个月动态P/E	12个月静态P/B	12个月动态ROE	12个月动态股息率	销售额同比增速		净利润同比增速	
			2W	YTD	52W							FY15E	FY14	FY15E	FY14
FTNT	飞塔	38.97	1%	27%	91%	6,608	59.74	69.5	9.2	11%	0.0%	22%	25%	10%	-43%
CMCM	猎豹	24.90	6%	65%	75%	3,484	20.48	40.1	12.2	31%	0.0%	1119%	135%	14%	9%
CMGE	中国手游	20.01	-0%	12%	11%	630	6.17	8.5	2.1	27%	0.0%	88%	257%	55%	903%
DSKY	乐逗游戏	8.73	4%	-49%	-50%	369	3.52	8.1	2.0	15%	N/A	65%	298%	52%	-160%
KZ	空中网	6.61	-1%	22%	-29%	300	0.69	N/A	1.0	N/A	N/A	N/A	31%	N/A	9%
NQ	网秦	3.51	-8%	-10%	-71%	217	4.25	7.4	0.6	-2%	N/A	33%	69%	18%	-4035%
CNIT	中国信息技术	6.07	2%	56%	48%	178	0.29	N/A	4.1	N/A	N/A	N/A	-10%	N/A	75%
GOMO	久邦数码	4.83	0%	-3%	-65%	152	0.46	19.6	0.2	N/A	0.0%	N/A	590%	N/A	-416%
MOBI	斯凯	4.47	-5%	17%	-26%	123	1.21	N/A	1.4	N/A	N/A	N/A	-17%	N/A	-68%
EFUT	富基融通	5.47	6%	29%	18%	21	0.15	N/A	1.0	N/A	N/A	N/A	11%	N/A	199%
KONE	联合信息	4.20	-11%	71%	58%	6	0.14	N/A	0.3	N/A	N/A	N/A	-46%	N/A	100%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；

图表 57：中概股软件板块表现



图表 58：板块整体销售额及净利润同比增速



图表 59：2011 年以来板块动态市盈率



图表 60：2011 年以来板块静态市净率



资料来源：FactSet，Bloomberg，中金公司研究部



半导体 (光伏) 板块

图表 61: 中概股半导体 (光伏) 板块主要公司

股票代码	公司名称	当前股价	股价表现			市值 (百万美元)	过去3个月 日均成交量 (百万美元)	12个月 动态P/E	12个月 静态P/B	12个月 动态ROE	12个月 动态股息率	销售额同比增速		净利润同比增速	
			2W	YTD	52W							FY15E	FY14	FY15E	FY14
HQCL	HANWHA Q CELLS	2.18	-13%	98%	-17%	1,813	1.13	N/A	0.8	N/A	N/A	N/A	-0%	N/A	30%
CSIQ	阿特斯太阳能	39.09	7%	62%	49%	2,146	81.56	11.0	3.0	26%	0.0%	3%	79%	-21%	656%
TSL	天合光能	12.32	-0%	33%	14%	1,135	28.73	10.7	1.1	10%	0.0%	11%	29%	4627%	182%
HIMX	奇景光电	6.23	1%	-23%	-7%	1,062	16.92	15.4	2.3	16%	5.0%	0%	9%	-20%	8%
SIMO	慧荣科技	30.71	0%	30%	101%	1,035	19.72	14.1	3.3	21%	3.0%	23%	28%	110%	62%
JKS	晶科能源	28.57	-1%	45%	9%	879	23.97	8.0	1.6	20%	N/A	14%	41%	7%	257%
ISSI	芯成半导体	18.76	0%	13%	38%	596	7.35	19.1	1.9	9%	N/A	4%	7%	15%	33%
JASO	晶澳太阳能	10.36	2%	27%	4%	523	14.95	10.2	0.5	8%	N/A	17%	57%	32%	199%
YGE	英利绿色能源	1.72	-8%	-27%	-41%	313	3.61	N/A	N/A	29%	0.0%	17%	-6%	65%	35%
VIMC	中星微	12.41	-11%	107%	263%	295	4.61	15.8	4.7	N/A	N/A	49%	56%	338%	156%
DQ	大全新能源	24.34	-9%	-8%	-34%	255	3.56	7.2	1.1	15%	N/A	22%	67%	84%	123%
SOL	昱辉阳光	1.62	-5%	15%	-36%	165	1.62	N/A	2.4	-8%	N/A	-3%	3%	66%	87%
ACTS	炬力	1.47	-1%	-24%	-27%	101	0.06	N/A	0.4	N/A	N/A	N/A	-28%	N/A	-24585%
OIII	四凸科技	2.39	3%	-0%	-29%	67	0.13	N/A	0.6	N/A	N/A	-1%	-14%	37%	21%
CSUN	中电光伏	1.88	-2%	54%	-27%	28	0.18	N/A	N/A	N/A	N/A	41%	N/A	N/A	N/A

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部;

图表 62: 中概股半导体 (光伏) 板块表现

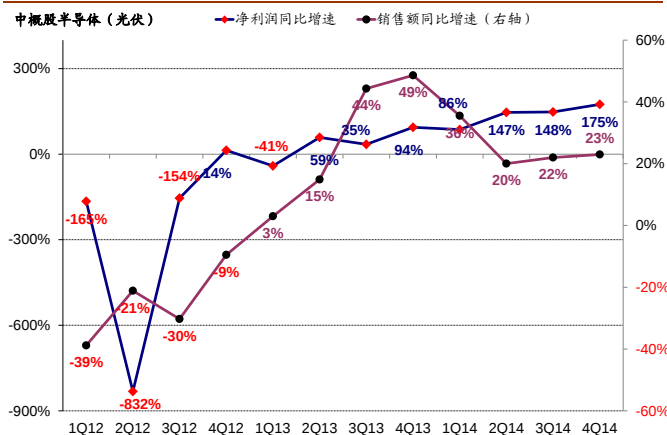


图表 64: 2011 年以来板块动态市销率



资料来源: FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 63: 板块整体销售额及净利润同比增速



图表 65: 2011 年以来板块静态市净率



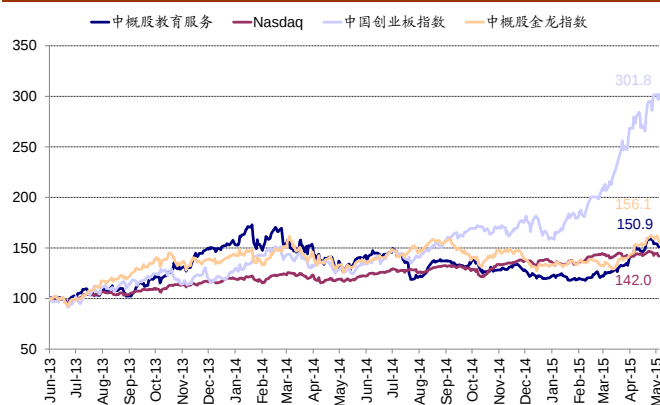
教育服务板块

图表 66：中概股教育服务板块主要公司

股票代码	公司名称	当前股价	股价表现			市值 (百万美元)	过去3个月日均成交量 (百万美元)	12个月动态P/E	12个月静态P/B	12个月动态ROE	12个月动态股息率	销售额同比增速		净利润同比增速	
			2W	YTD	52W							FY15E	FY14	FY15E	FY14
EDU	新东方	24.29	-4%	19%	3%	3,832	23.32	15.3	3.3	19%	0.6%	16%	19%	7%	58%
XRS	好未来	36.30	-2%	29%	57%	2,863	12.65	28.0	9.1	28%	0.0%	35%	39%	18%	81%
DL	正保远程教育	21.09	0%	29%	41%	761	1.83	21.5	10.2	33%	4.6%	29%	36%	16%	73%
TEDU	达内科技	12.44	-1%	12%	63%	652	3.89	16.1	1.1	18%	N/A	35%	47%	38%	76%
XUE	学大教育	3.28	-3%	37%	-32%	204	0.80	20.4	4.0	N/A	N/A	5%	-3%	286%	-162%
ATAI	ATA	4.80	9%	10%	9%	108	0.04	N/A	1.7	N/A	N/A	5%	5%	N/A	17%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；

图表 67：中概股教育服务板块表现

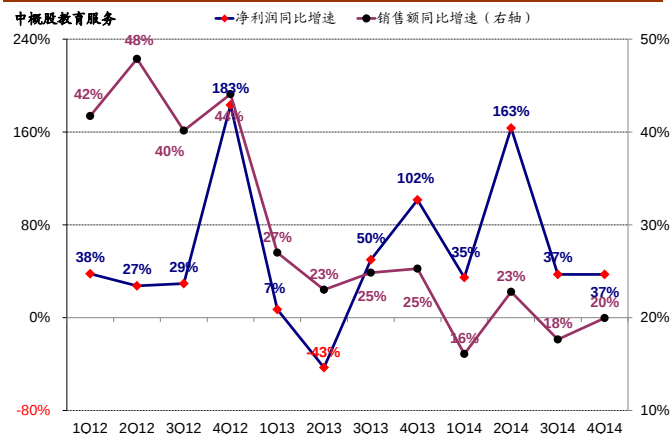


图表 69：2011 年以来板块动态市盈率



资料来源：FactSet，Bloomberg，中金公司研究部

图表 68：板块整体销售额及净利润同比增速



图表 70：2011 年以来板块静态市净率



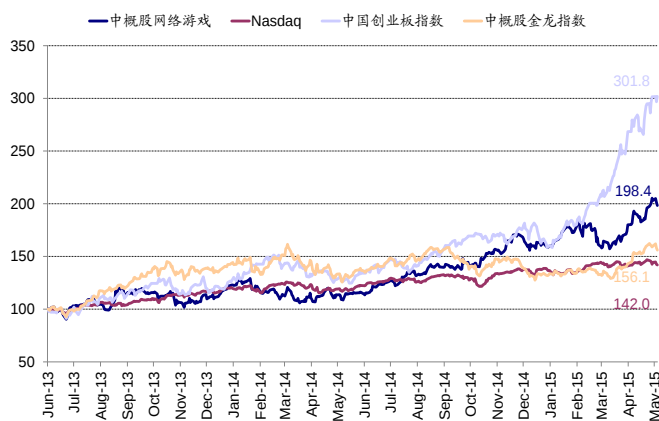
网络游戏板块

图表 71：中概股网络游戏板块主要公司

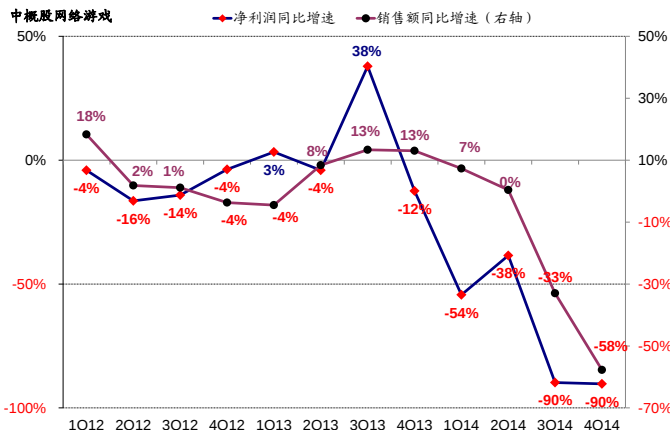
股票代码	公司名称	当前股价	股价表现			市值 (百万美元)	过去3个月日均成交量 (百万美元)	12个月动态P/E	12个月静态P/B	12个月动态ROE	12个月动态股息率	销售额同比增速		净利润同比增速	
			2W	YTD	52W							FY15E	FY14	FY15E	FY14
NTES	网易	128.89	1%	30%	92%	16,843	62.24	17.1	4.4	21%	1.3%	28%	24%	16%	4%
GAME	盛大游戏	6.87	0%	21%	3%	1,854	5.22	N/A	9.4	N/A	N/A	5%	N/A	N/A	N/A
CYOU	畅游	32.65	-2%	19%	29%	1,722	4.73	10.5	1.9	16%	0.0%	9%	2%	24138%	-101%
PWRD	完美世界	19.54	-0%	24%	15%	973	7.30	8.1	1.5	14%	3.0%	21%	26%	26%	-13%
TAOM	淘米	3.20	1%	-7%	-36%	115	0.05	196.8	1.0	N/A	N/A	1%	-13%	N/A	-82%
NCTY	第九城市	1.40	0%	-10%	-41%	40	0.06	N/A	0.8	N/A	N/A	N/A	-39%	N/A	80%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；注：数据截至2015年5月4日。

图表 72：中概股网络游戏板块表现



图表 73：板块整体销售额及净利润同比增速



图表 74：2011 年以来板块动态市盈率



图表 75：2011 年以来板块静态市净率



资料来源：FactSet，Bloomberg，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

