

清科观察：存托凭证本土化获官方认可，独家解读海外 中企 CDR 模式回归 A 股路径

清科研究中心 张蕾 郝仲琥

近期，我国资本市场为留住新一代“BATJ”在国内上市实施了重大改革，2018 年 3 月 30 日，经国务院同意，国务院办公厅转发证监会《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》(以下简称《若干意见》)，中国存托凭证(Chinese Depositary Receipt, CDR)在 A 股的落地正式被监管层批准，这份文件成为了我国第一份关于 CDR 的官方指导文件，回应市场传闻的同时也为企业和投资者指明了方向。清科研究中心认为，不论是“A 股将为‘四新’独角兽建立快速通道”还是“引入 CDR 模式帮助‘BATJ’为主的中概股回国上市”，都表明了我国监管层正迫切的希望要将中国最好的企业(未上市和已上市)留在国内资本市场的夙愿，让这些企业分享经济“新常态”下我国继续深化改革所带来的政策红利。

《若干意见》落地，为市场和企业指明 CDR 发展方向

——《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》解读

近日，证监会发布的《若干意见》，从指导思想、试点原则、试点企业、试点方式、发行条件、制度安排以及监管层面对 CDR 的发行做出了纲领性的指导。

已上市企业 2000 亿市值成为一道红线

《若干意见》对 CDR 试点企业的选择标准和所属产业进行了明确的划分。试点主要针对少数符合国家战略、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，且达到相当规模的创新企业。

在企业选取方面，证监会对上市企业和未上市企业采用了不同的标准，已在境外上市的红筹企业的选择标准较高，即市值不低于 2000 亿元人民币。

当前，在美上市的中概股则大多采用 ADR 的形式。根据万德数据统计，截至 2018 年 3 月 31 日，共有 186 支中国股票在美国上市，其中有近 104 家企业通过发行 ADR 的方式在美发行，占比高达 55.9%。以中石油，中石化和中国人寿为代表的 9 家企业在 A 股和港股发行上市；以中国移动和中海油为代表的 6 家企业在港股发行上市。在发行方式上，除 ADR 发行外，其余企业采用直接发行普通股的方式在美国上市。根据《若干意见》，目前只有 8 家美国

中概股符合这一标准。而当前市值位于 2000 亿以下的微博、携程网近期因受美国股市调整的因素影响，股价均有所跌落，但市值也都超过 1500 亿元人民币，未来不排除其满足 2000 亿的市值标准后采用 CDR 的形式回归国内。清科研究中心认为，对于已在境外上市的企业设置 2000 亿市值的红线，主要是在上市制度改革初期，监管层使用 CDR 主要还是针对“BATJ”为代表的龙头企业，有序的将海外优质中概股龙头企业引回国内资本市场。

表 1：在美国上市中国公司市值 TOP20 列表（剔除目前已同时在 A 股上市的公司）

证券简称	所属 GICS 行业	注册地所在国家或地区	上市地点	每份 DR 代表股份数	ADR 类型/普通股	截至 2018-03-31 企业市值（单位：人民币亿元）	是否在港交所上市
阿里巴巴	互联网与直销零售IV	开曼群岛	纽约证券交易所	1.0	ADR - Level III	29,268.44	
中国移动	无线电信业务	中国香港	纽约证券交易所	5.0	ADR - Level III	11,837.10	是
百度	互联网软件与服务	开曼群岛	纳斯达克	0.1	ADR - Level III	4,899.07	
中海油	石油与天然气的勘探与生产	中国香港	纽约证券交易所	100.0	ADR - Level III	4,147.01	是
京东	互联网与直销零售IV	开曼群岛	纳斯达克	2.0	ADR - Level III	3,641.04	
中国联通	综合电信业务	中国香港	纽约证券交易所	10.0	ADR - Level III	2,433.94	是
网易	互联网软件与服务	开曼群岛	纳斯达克	25.0	ADR - Level III	2,320.33	
中国电信	综合电信业务	中国	纽约证券交易所	100.0	ADR - Level III	2,249.98	是
微博	互联网软件与服务	开曼群岛	纳斯达克	1.0	ADR - Level III	1,667.21	
携程网	互联网与直销零售IV	开曼群岛	纳斯达克	0.1	ADR - Level III	1,508.53	
好未来	教育服务	开曼群岛	纽约证券交易所	0.3	ADR - Level III	1,154.71	
百胜中国	餐馆	美国	纽约证券交易所		普通股	1009.27	
新东方	教育服务	开曼群岛	纽约证券交易所	1.0	ADR - Level III	871.38	
58 同城	互联网软件与服务	开曼群岛	纽约证券交易所	2.0	ADR - Level III	740.04	
爱奇艺	互联网软件与服务	开曼群岛	纳斯达克	7.0	ADR - Level III	693.80	
唯品会	互联网与直销零售IV	开曼群岛	纽约证券交易所	0.2	ADR - Level III	687.51	
中通快递	航空货运与物流	开曼群岛	纽约证券交易所	1.0	ADR - Level III	671.75	
汽车之家	互联网软件与服务	开曼群岛	纽约证券交易所	1.0	ADR - Level III	624.70	

酒店、餐馆与休 闲酒店、度假村 与豪华游轮	开曼群岛	纳斯达克	4.0	ADR - Level III	579.66
百济神州	生物科技	开曼群岛	13.0	ADR - Level III	567.34

数据来源：Wind，2018.03.31

对于尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业）的选取标准则较为宽松，采取了二选一的方法，即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、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位。

表 2：估值超过 200 亿元人民币的中国独角兽企业（未限制企业成立时间）

企业名称	估值（亿元人民币）	行业	成立时间	所在地
蚂蚁金服	4000+	互联网金融	2014	杭州
滴滴出行	3500+	交通出行	2012	北京
小米	2500+	智能硬件	2010	北京
阿里云	2000+	云服务	2009	杭州
美团点评	1500+	电子商务	2010	北京
今日头条	1000+	新媒体	2012	北京
菜鸟网络	1000+	物流	2013	深圳
陆金所	1000+	互联网金融	2011	上海
大疆科技	500+	智能硬件	2006	深圳
借贷宝	500+	互联网金融	2014	北京
快手	500+	文化娱乐	2011	北京
饿了么	500+	电子商务	2008	上海
微众银行	500+	互联网金融	2015	深圳
平安医保科技	500+	互联网金融	2016	上海
口碑	500+	电子商务	2015	杭州
金融壹账通	500+	互联网金融	2015	上海
京东金融	400+	互联网金融	2013	北京
平安好医生	300+	大健康	2014	上海
威马汽车	300+	新能源汽车	2011	上海
联影医疗	300+	大健康	2011	上海
蔚来汽车	300+	新能源汽车	2014	上海
北汽新能源	250+	新能源汽车	2009	北京
优必选科技	250+	人工智能	2012	深圳
聚宝匪	250+	互联网金融	2014	深圳
神州专车	200+	交通出行	2015	北京
一下科技	200+	文化娱乐	2011	北京
腾讯云	200+	云服务	2010	深圳
易商	200+	物流	2011	上海
瓜子二手车（车好多）	200+	电子商务	2011	北京
猫眼电影	200+	文化娱乐	2012	北京
复宏汉霖	200+	大健康	2010	上海
柔宇科技	200+	智能硬件	2012	深圳

数据来源：清科研究中心根据《2017 年中国独角兽企业发展报告》和市场公开信息整理，2018. 04

“CDR+已上市企业” OR “CDR+未上市企业”的回国长征路

《若干意见》对试点企业的试点方式和发行条件作出了界定。本次试点方案将允许试点红筹企业按程序在境内资本市场发行存托凭证（CDR）上市；具备股票发行上市条件的试点红筹

企业也可申请在境内发行股票上市；境内注册的试点企业可申请在境内发行股票上市。

表 3 《若干意见》对于试点企业的选择标准

上市企业类型	发行条件	发行方式
上市企业： 已在境外上市的红筹企业	市值不低于 2000 亿元人民币	1) 发行存托凭证上市； 2) 具有股票发行上市条件的试点红筹企业可申请在境内发行股票上市；
未上市企业： 尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业）	以下条件二选一： 1) 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； 2) 收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位	1) 试点红筹企业：按程序在境内资本市场发行存托凭证上市；具有股票发行上市条件的试点红筹企业可申请在境内发行股票上市； 2) 境内注册试点企业：可申请在境内发行股票上市

来源：清科研究中心根据公开信息整理 2018.04

“CDR+”模式的设计将参照已经成熟的美国存托凭证（American Depositary Receipt, ADR）模式。在涉及的交易主体中，我们认为依据 ADR 的交易体系，将涉及六大交易主体（投资者、存托机构、托管人、基础证券发行人、结算机构、证券承销商）。在发行模式上，参考美国参与型（Sponsored）ADR 的分级发行体系，共有四种可参考的 CDR 发行模式（可参考表 3），分别是 Sponsored Level 1（场外交易）、Sponsored Level 2（挂牌上市）、Sponsored Level 3（公开发行）和 GDR-144A（私募发行）。当前在美国上市的中概股多采用 Sponsored Level 3 的模式上市发行。其中，Sponsored level 2（参与型非融资）和 Sponsored Level 3（参与型融资）两种模式可能将成为主要的 CDR 发行模式。在融资发行模式下，海外上市公司可以通过定向增发的方式增加基础股票，再通过 CDR 得到来自中国境内新的融资。非融资模式下，CDR 所依托的基础股票将来自于上市公司现存的股票，上市公司并不因为 CDR 的发行而募集新的资金。清科研究中心认为，这两种方式在当前我国市场环境下都具备较强的可行性，也较为适合我国海外中企的上市。

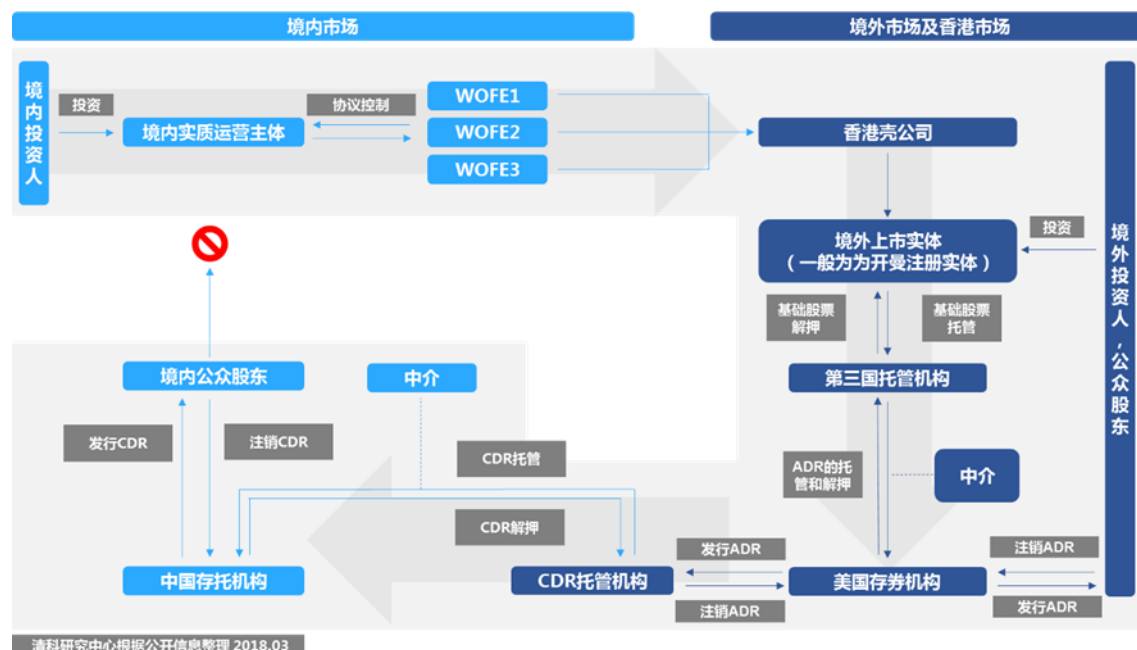
表 4 参与型 ADR 的分级发行模式

ADR 类型	Sponsored Level I (场外交易)	Sponsored Level II (挂牌上市)	Sponsored Level III (公开发行)	GDR-144A (私募发行)
适用情况	已有股票发行，公司谋求第二上市		发行新股份融资	
目的	用现存股票发展美国投资者	用现存股票发展美国投资者	在美国发行新股募集资金，并发展美国投资者	在特定的合格美国机构投资者间募集资金
优势	美国市场中占比最高的 ADR 模式，对非美国企业而言最方便的发行模式，具有低级别的信息披露要求。	非美国企业可以通过发行 level 2 ADR 在美国的证券交易所上市，但需执行更严格的信息披露规则，并接受 SEC 的监管。	Level 3 是所有 ADR 中要求最为严格。Level 3 ADR 不仅可以在美国的证券交易所，同时可以让海外企业发行新股份并募集资金。	在 SEC1 144 A 准则下私募发行，发行和交易对方只能是合格机构投资者 (QIBs)。
信息披露准则	规则 12g3-2(b)	规则 20-F	规则 20-F	无需披露
证券登记准则	规则 F-6	规则 F-6	规则 F-6 和 F-1	无需登记
会计准则	企业所在地的会计报表准则	美国会计准则 (U.S.GAAP)	美国会计准则 (U.S.GAAP)	企业所在地的会计报表准则
交易成本	低	中	高	低
交易市场	场外市场 (OTC)	纽约交易所(NYSE), 纳斯达克交易所 (NASDAQ) 或美国交易所	纽约交易所(NYSE), 纳斯达克交易所 (NASDAQ) 或美国交易所	私募股权交易市场

资料来源：清科研究中心根据公开信息整理 2018. 04

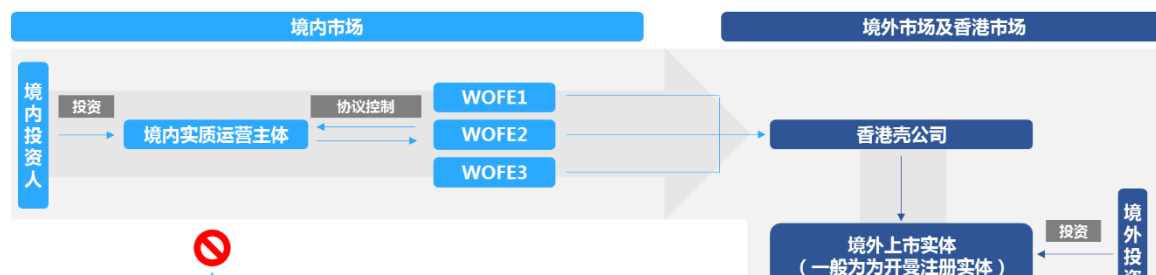
目前美国中概股 2000 亿以上市值的企业仅有 8 家，且都通过发行 ADR 的形式在美上市。由于我国政府对 TMT 领域存在外资准入限制，“BATJ”为代表的此领域企业不得采用可变利益实体 (Variable Interest Entities, VIE) + ADR 的形式前往美国上市。如果选择“VIE+ADR”的境外上市企业最终决定通过 CDR 模式回国上市，那么“VIE+ADR+CDR”的股权交易模式将创造全球资本市场上独有的具有“中国特色”的交易体系，实现了资本和股权由境内到境外再到境内的流通，中国公众投资者的资金将通过庞大的金融体系运作才能实际享有境内运营实体经营所产生的收益。但不可否认的是复杂的金融体系可能会对投资者产生较高的交易成本，在冗长的交易链条中如何提高交易效率和规避非系统性风险也成为了市场需要关注的问题之一。

图 1. “VIE+ADR+CDR” 交易体系流程图



本次 CDR《若干意见》的推出不仅限于帮助已在海外上市企业回国上市，同时还让具有红筹框架的中国企业在不拆除 VIE 的前提下，以较快的速度和较低的成本在 A 股上市。下图主要展示了未上市试点企业通过发行存托凭证方式在国内上市的路径：

图 2 “VIE+CDR” 交易体系流程图



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14835

