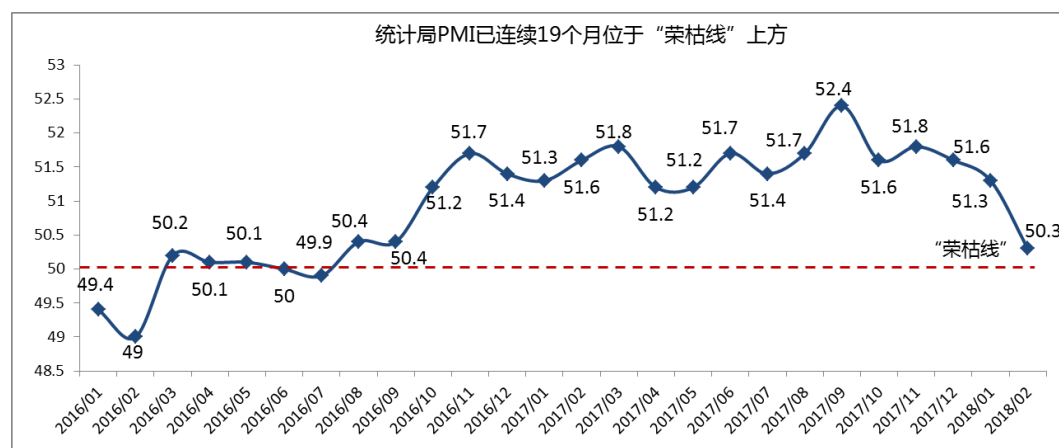


# 经济总体企稳趋势未变，资本市场改革稳步推进

——北广投资管研究院周报（2018.3.2）

**2月官方PMI受春节因素影响不及预期：**根据国家统计局数据显示，2018年2月制造业PMI为50.3%，环比回落1.0个百分点，增速有所放缓。虽然已连续19个月位于荣枯线的上方，但50.3%创下2016年8月以来的最低值，主要原因在于生产指数、新订单指数的大幅下降，这也反映出2018年经济开局的疲弱。从历史数据来看，春节所在月份的PMI大多会出现一些调整，但从环比差来看，今年2月PMI的回落幅度较往年有所增加。不过，总体来看，本月制造业PMI仍延续扩张态势，主要呈现以下几个特点：一是高技术制造业继续加快发展。在推进战略性新兴产业发展的政策措施影响下，高技术企业活力进一步释放。高技术制造业PMI为54.0%，分别高于上月和制造业总体0.8和3.7个百分点。二是装备制造业扩张加速。装备制造业PMI为51.0%，分别高于上月和制造业总体1.0和0.7个百分点。三是企业对未来发展预期继续看好。生产经营活动预期指数为58.2%，比上月上升1.4个百分点，表明随着春节因素的消退，企业生产活动将逐步恢复正常，企业对市场发展信心有所增强。

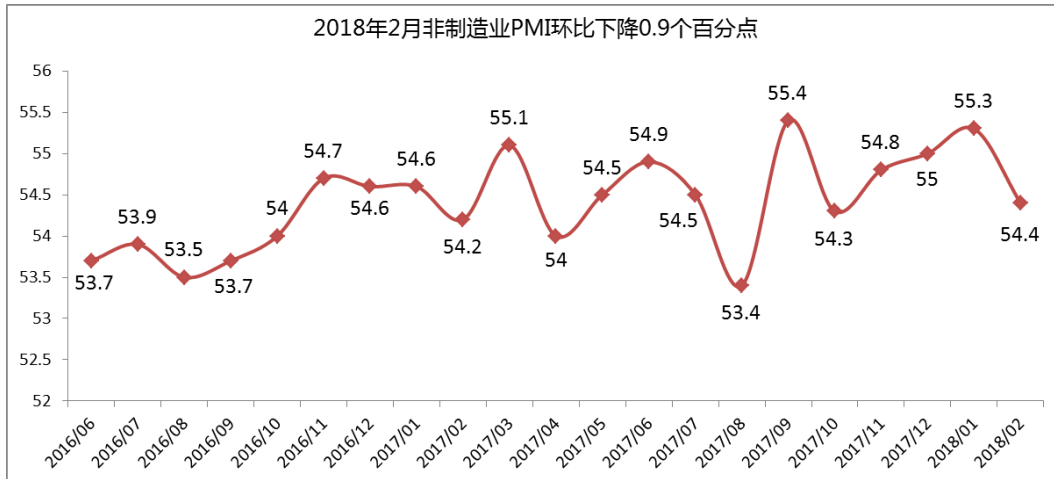
图表1：统计局PMI走势



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

**2月旅游、零售等消费行业PMI表现强劲：**根据国家统计局数据显示，2018年2月非制造业PMI较上月回落0.9个百分点，降至54.4%。国家统计局表示，该数据仍高于去年同期0.2个百分点，非制造业总体仍保持较高的景气水平。受春节因素影响，2月各行业表现分化。从数据来看，建筑业和以大宗商品批发业为主的生产性服务业进入季节性淡季，相关商务活动指数出现较为明显的回调。但服务业运行相对稳定，特别是节日消费相关行业表现突出，零售、住宿餐饮和旅游等相关行业指数明显回升。我们认为，进入3月后，随着假期的结束，建筑业和生产性服务业将有所回升，非制造业有望延续稳健较快发展走势。此外，中国物流信息中心也表示，服务业相对稳定，节日消费带动相关行业活跃成为支撑2月非制造业稳定运行的重要保证。同时，投入品价格指数呈现连续三个月回落走势，2月回落具有一定的季节性因素影响，需关注该指数后续变化。

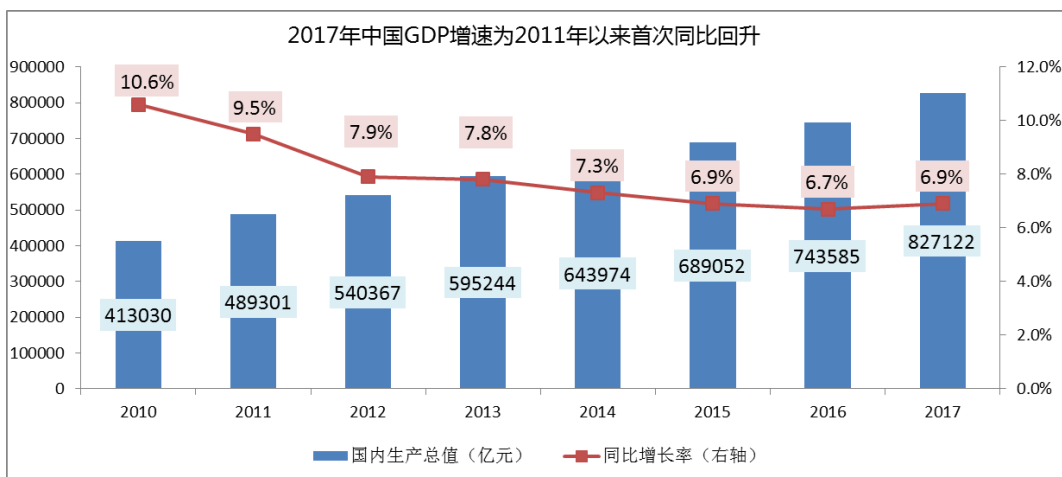
图表2：统计局非制造业PMI走势



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

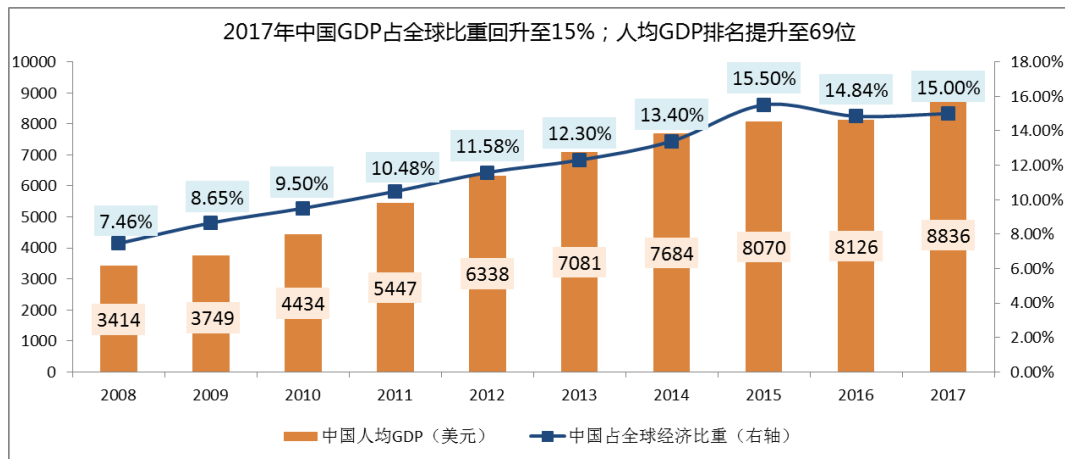
**2017年中国GDP占全球经济比重15%**：2018年2月28日，国家统计局发布《中华人民共和国2017年国民经济和社会发展统计公报》。公报显示，2017年中国国内生产总值（GDP）达到827122亿元，比上年增长6.9%。按2017年平均汇率折算，占世界经济的比重达15%左右，稳居世界第二位；对世界经济增长贡献率在30%左右，继续成为世界经济稳定复苏的重要引擎。从人均角度来看，2017年中国人均GDP为59660元，比上年增长6.3%。如果以美元计价，2017年中国人均GDP为8836美元。世界银行的高收入国家标准为人均国民收入1.2万美元左右。2017年中国人均国民收入在8790美元左右。如果此后几年人均GDP和收入维持2017年增速，预计在2022年左右，中国将进入高收入国家行列。从趋势来看，2017年中国国内生产总值增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来经济增速首次回升。统计局表示，产业结构优化升级，新动能成长实现新突破，生态环保力度加大是2017年国民经济实现增长的主要推动力，预计2018年中国有条件有能力延续稳中向好发展态势。

图表3：中国国内生产总值及其增长率



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

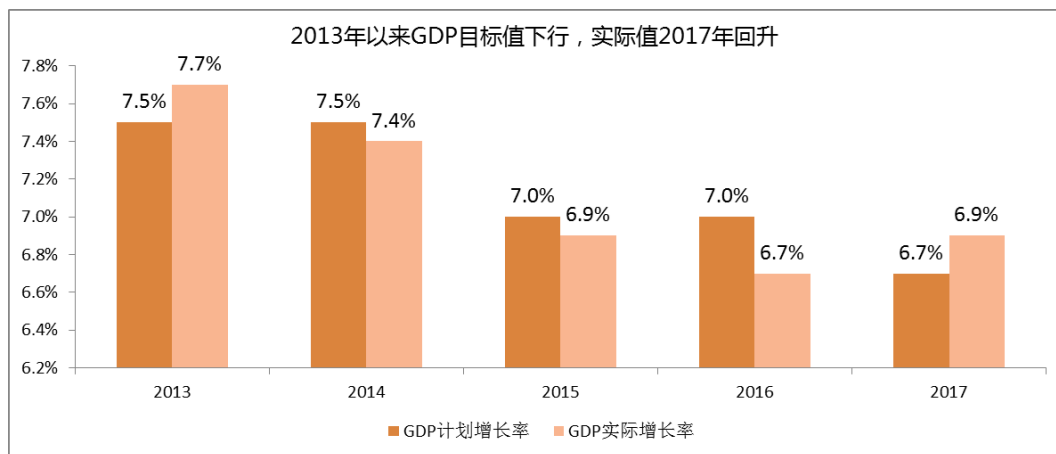
图表4：中国占全球经济总量的比重及人均GDP



数据来源：世界银行，北广投资管研究院整理

**预计 2018 年中国 GDP 增速目标为 6.7%-7% 之间：**经济增速目标方面，2017 年政府工作报告设定的目标是“国内生产总值增长 6.5% 左右，在实际工作中争取更好结果”，全年 GDP 完成增速 6.9%，远高于目标值。在 2017 年 12 月 18-20 日的中央经济工作会议上，2018 年的经济工作并未单独就当年设定目标，而是谋划到未来三年。要实现 2020 年全面建成小康社会的目标，2018-2020 年经济增速只需保持年均 6.3% 即可，但完成收入翻一番的目标更难一些，且内外部经济形势复杂多变，因而在 2018 年可能设定相对底线更高的目标，为 2019 和 2020 年减轻压力。考虑到当前中央更加强调高质量发展，预计 2018 年中国经济增速目标可能仍定在 6.5% 左右，但实际结果可能在 6.7%-7% 之间。

图表 5：中国 GDP 增速目标值与实际值



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

**未来高科技企业及互联网“独角兽”企业或将允许在 A 股上市：**过去五年，新经济成为中国经济中增长最快的板块，占到经济总量的三分之一左右。然而，目前 A 股市场仍以传统行业权重股为龙头，金融地产、工业和原材料等产业市值占比居前，产业结构偏传统。近日有消息称，证监会发行部对相关券商投行人士作出指导，当遇到包括生物科技、云计算、人工智能和高端制造四个行业的“独角兽”企业客户，立即报送发行部并即报即审，证监会将为其开通快送通道，缩短审核流程，尽快完成上市。根据 A 股现有的上市制度及法律框架，目前这一构想付诸实践的概率很小，需要考虑三个方面的问题：

**1) 盈利门槛问题。**《证券法》对企业上市设定了明确的盈利门槛，如 A 股主板上市需要连续三年净利润超过 3000 万等。由于互联网行业特殊的业态以及强竞争环境，很多企业在上市融资之时难以满足国内证券法所规定的盈利门槛要求。相比而言，纳斯达克等海外证券交易所对企业的盈利门槛要求则要宽松得

多,更看重的是互联网企业的高成长性和市场份额,而对企业是否盈利不作硬性规定。例如,推特(Twitter)在2012年净亏损7940万美元,但在2013年成功上市;而京东(JD)于2014年在美国纳斯达克上市,但2013年亏损5000万人民币,并且已连续11年亏损,直到2016年财年才实现首次盈利。

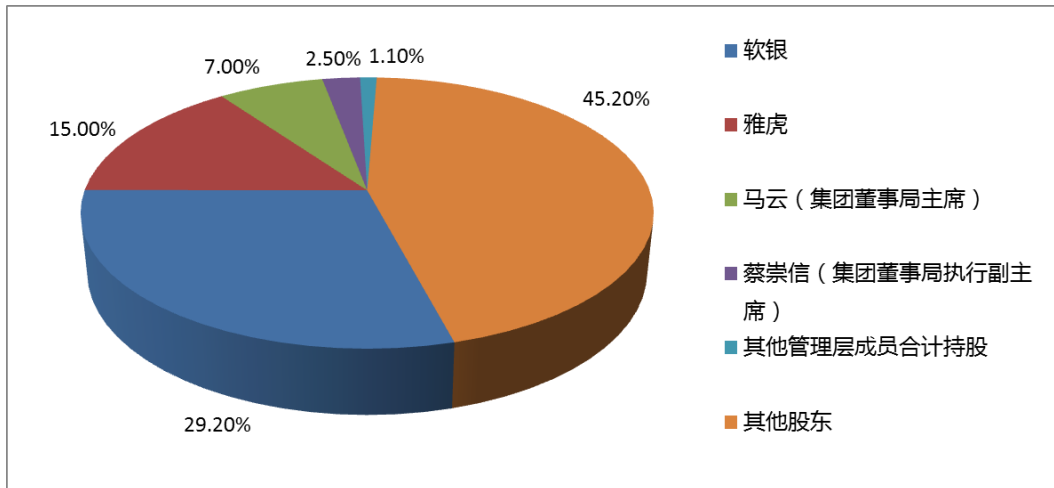
图表6:中国A股上市条件

主要指标	主板、中小板	创业板
财务要求	1)最近3个会计年度家里人均为正数且累计超过人民币3000万元,家里人扣除非经常性损益前后较低者为准 2)最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元;或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元 3)最近一期不存在未弥补亏损	最近2年持续盈利且两年家里人累计不少于人民币1000万元;或最近一年盈利且年营业收入不少于人民币5000万元。净利润以扣除非经常性损益前后较低者为准
营业记录	持续经营时间应当在3年以上	持续经营时间应当在3年以上
股本要求	公司股本总额不少于5000万元	公司股本总额不少于3000万元
公众持股	公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过4亿元的,公开发行的股份比例为10%以上 股东人数不少于200人	公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过4亿元的,公开发行的股份比例为10%以上 股东人数不少于200人
董事及管理层	最近三年内没有发生重大变化	最近两年内未发生重大变化
实际控制人	最近三年内实际控制人未发生变更	最近两年内实际控制人未发生变更
禁售期	发行人公开发行股票前已发行的股份,自发行人股票上市之日起一年内不得转让	发行人公开发行股票前已发行的股份,自发行人股票上市之日起一年内不得转让
主营业务	最近三年内主营业务没有发生重大变化,募集资金原则上用于主营业务	主营业务突出,募集资金只能用于发展主营业务
成长性与创新能力	具备持续盈利能力	具有较高的成长性,具有一定的自主创新能力,在科技创新、制度创新、管理创新等方面具有较强的优势
是否需要证监会行政审批	需要	需要

资料来源:中国证监会,北广投资管研究院整理

**2) 同股不同权问题。**根据《公司法》第一百零三条的规定,股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权,该规定是同股同权的法律基础。现实中很多互联网企业由于多轮融资需求,在不断引入投资者的情况下,普遍实行同股不同权的方式来保留企业创始人对公司的控制权不被稀释,比如实行合伙人制度的阿里巴巴集团当年在IPO上市时选择了从不允许“同股同权”的港交所私有化退市,随即在允许“同股不同权”的纽交所成功上市;京东上市前将股票分成A股和B股,投资人的股票被定义为A股,每股只有一个投票权,而创始人刘强东的股票被定义为B股,每股拥有20个投票权,AB股的股权结构确保了刘强东本人在京东上市后仍能通过拥有多数投票权来对公司进行实质上的控制和管理。

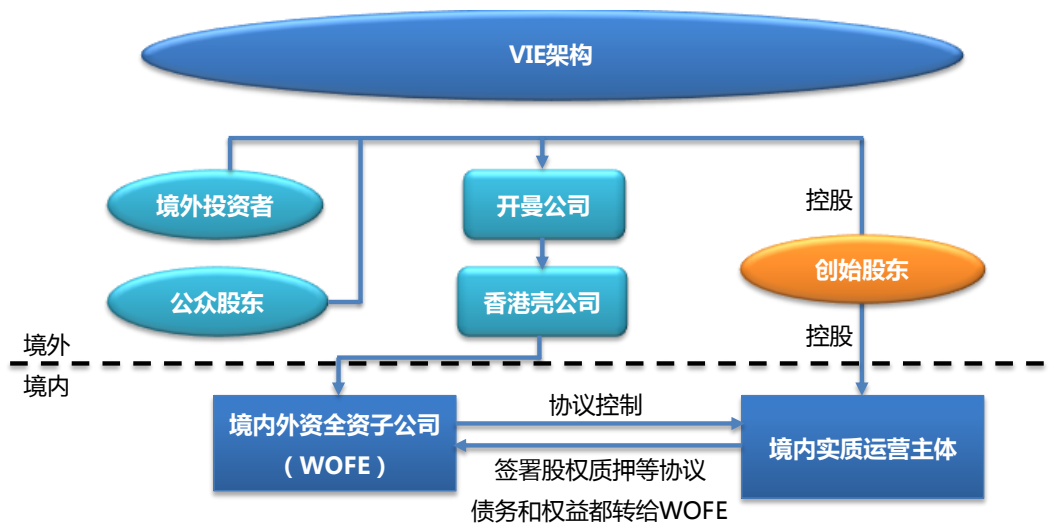
图表7:阿里巴巴集团股权结构



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

**3) VIE 股权结构问题。**据不完全统计，赴美上市的中概股中有 60%的企业采用了 VIE 结构，其中互联网行业 VIE 结构占比几乎接近 100%。一些企业赴海外上市后没有拆除 VIE 架构，就目前中国 IPO 的审核标准来看，VIE 架构是企业在中国境内上市的直接障碍。不过对于这一障碍，有媒体称最新的监管动向是，独角兽行业公司并不需要等待 VIE 架构拆除后才能申报，申报后再去拆除 VIE 架构也可以。

图表 8：VIE 股权结构图



资料来源：清科研究中心，北广投资管研究院整理

**中国资本市场改革将更具包容性和适应性：**2018年2月23日，港交所发布公告修改相关上市规则，未来三种公司将被允许在港交所上市，包括“同股不同权”架构公司、未盈利的生物科技类公司以及欲将香港作为第二上市地的公司，以此来吸引更多互联网及高科技企业。从目前情况来看，小米、蚂蚁金服、陆金所等国内多家互联网企业有意在香港上市。从国内情况来看，虽然目前互联网高科技类企业仍然无法在 A 股实现 IPO 上市，但监管层也在不断努力推动相关制度的改革，以促进相关企业能够在国内资本市场得到进一步发展。中国证监会在 2018 年工作会议上表示，要以服务国家战略、建设现代化经济体系为导向，吸收国际资本市场成熟有效有益的制度与方法，改革发行上市制度，努力增加制度的包容性和适应性，加大对新技术新产业新业态新模式的支持力度。深交所也在未来三年的发展战略规划纲要中指出，要把大力

推进创业板改革、优化多层次市场体系位列未来三年重点工作之首，即以促进深市多层次市场健康发展为主线，推动形成特色更加鲜明的市场体系，突出新经济新产业特征，针对创新创业型高新技术企业的盈利和股权特点，推动完善 IPO 发行上市条件，扩大创业板包容性。

图表 9：2018 年有意向在香港上市的互联网公司估值情况

公司名称	行业	估值
小米	移动互联网	1000亿美元
蚂蚁金服	互联网金融	1000亿美元
陆金所	互联网金融	600亿美元
万达体育	体育	10亿美元
斗鱼	视频直播	120亿人民币
映客	视频直播	70亿人民币
猫眼	在线购票平台	200亿人民币
平安好医生	互联网医疗	50亿美元

数据来源：清科研究中心，北广投资管研究院整理

**北广投资管研究院观点：经济总体企稳趋势未变，资本市场改革稳步推进。**从国家统计局发布的 2017 年国民经济统计公报来看，中国经济整体发展趋势较好，经济增速六年来首次回升，占全球经济比重比五年前提升了 3 个百分点，成为世界经济增长的重要引擎；人均 GDP 超过 8800 美元，进一步提升了在全球经济体当中的排名。2 月 PMI 虽然环比回落幅度较大，但受到春节放假因素影响较多，制造业整体仍处于荣枯线以上，特别是代表新经济的产业指标均处于上升趋势。近期，资本市场改革呼声渐强，股票发行注册制改革延长两年以及 IPO 被否企业三年内不得借壳上市，对 A 股上市公司数量及质量都较为有利。而近期港交所修改上市规则、360 借壳完成以及富士康即将登陆 A 股等重要事件，普遍被市场解读为监管层将不断加大对新产业新业态新模式的支持力度，或将对 A 股的 IPO 规则进行修改，对于高科技类企业以及互联网“独角兽”企业或将在未来允许其在 A 股上市。

## 一周新闻要览：

### 宏观

- **新华社：**中共中央政治局召开会议指出，实现今年经济社会发展目标任务，要保持宏观政策连续性稳定性，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策；要深入推进供给侧结构性改革，加快建设创新型国家，深化基础性关键领域改革，实施乡村振兴战略，扩大消费和促进有效投资。
- **统计局：**2017 年我国国内生产总值比上年增长 6.9%，总量超过 80 万亿元，达到 82.7 万亿元。按年平均汇率折算超过 12 万亿美元，占世界经济的比重 15%左右，比 5 年前提高 3 个百分点以上，稳居世界第二位。
- **发改委：**日前，发改委批复同意将新建北京至霸州铁路调整为北京至雄安城际铁路的建设方案。批复显示，新建正线 92.4 公里，共设 5 座车站，同步建设雄安动车运用所。项目总投资 335.3 亿元，其中工程投资 333.3 亿元，动车组购置费 2 亿元。
- **统计局：**2018 年 2 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.3%，比上月回落 1.0 个百分点，连续 19 个月位于“荣枯线”上方，显示制造业总体延续扩张态势，但增速有所放缓。
- **外管局：**1 月，我国国际收支口径的国际货物和服务贸易收入 13968 亿元，支出 13813 亿元，顺

差 155 亿元。其中，货物贸易收入 12659 亿元，支出 11100 亿元，顺差 1559 亿元；服务贸易收入 1309 亿元，支出 2713 亿元，逆差 1404 亿元。

## 股市

- **新华网**：人社部副部长游钧近日透露，北京、安徽等 10 个省（区、市）签署了 4400 亿元的委托投资合同，2831.5 亿元资金已经到账并开始投资。与此同时，三个月后，A 股将正式纳入 MSCI 新兴市场指数，有望吸引千亿元增量资金入市。
- **中证报**：2 月 28 日，三六零安全科技股份有限公司（股票代码：601360.SH）在上交所召开重组更名暨上市仪式，正式登陆 A 股。总股本 67.64 亿股，流通股本 3.97 股。截至 3 月 1 日收盘，公司股价 52.44 元，总市值为 3547 亿元。

## 银行

- **银监会**：1 月，银行业金融机构总资产 247.95 万亿元，同比增长 8.7%；总负债 228.48 万亿元，同比增长 8.5%。其中，商业银行总资产 192 万亿元，同比增长 7.9%，总负债 177.35 万亿元，同比增长 7.6%。
- **央行**：1 月份，中国人民银行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款。据介绍，这是 1994 年以来，央行第四次调整 M2 统计口径，也是央行首次纳入银行存款以外的项目。
- **中证报**：为进一步扩大银行业对外开放，提高外资银行在华营商便利度。银监会决定对《中国银监会外资银行行政许可事项实施办法》进行修订，形成了《中国银监会关于修改〈中国银监会外资银行行政许可事项实施办法〉的决定》。

## 信托

- **证券日报**：近日，新世纪评级发布《2017 年度中国信托行业信用研究报告》表示，预计 2018 年信托监管将继续强化，行业整体面临调整和收缩，系统性规范整顿将带来优胜劣汰；资管行业打破刚兑势在必行，在市场风险出清阶段，信托行业将面临阵痛，但有利于行业的长期健康发展。

## 公募

- **中基协**：截至 2018 年 1 月底，我国境内共有基金管理公司 113 家，其中中外合资公司 45 家，内资公司 68 家；取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共 13 家，保险资管公司 2 家。以上机构管理的公募基金资产合计 12.17 万亿元。
- **中证报**：春节过后，尽管经历了前期 A 股市场的调整，基金公司推出新产品的热情依旧不减。数据显示，2 月 22 日以来，已有多达 55 只新基金（A/C 份额分开计算）启动发行或确定发行计划等待发行。

## 私募

- **第一财经**：继广东、上海、浙江等地之后，江苏证监局也启动了 2018 年辖区私募基金专项检查工作。记者从江苏证监局了解到，本轮检查的重点在于“规范性”，今后类似检查将会形成惯例。
- **证券日报**：私募专项现场检查目前已成为各家私募机构的年度“大考”。现场检查于 3 月 1 日正式启动，至 6 月 15 日结束。业内人士认为，监管层的监管和导向是明确的，专项检查无疑会对私募基金的健康发展起到促进和引导作用。
- **财新网**：监管部门明确要求私募基金备案，但仍有私募机构未及时完成。近日，有私募机构因产品募集未办理备案手续而被当地证监局警示。对此，有律师表示，基金管理人负有办理基金备案手续的义务，若不备案会面临行政处罚的法律风险，并影响投资新三板企业及上市公司。

## PE/VC

- **中证报**：有投行人士表示，证监会确实要对四大新兴行业独角兽 IPO “即报即审”，四个行业具体为生物科技、云计算、人工智能、高端制造。从保代们的普遍反应来看，若真正执行，此次窗口指导的改革力度将会非常大，但也面临现有体制及法律框架的制约。
- **阿里拟 95 亿美元全资收购饿了么**：据媒体报道，阿里可能全资收购饿了么，其中 90 亿美元为估

值,5 亿美元为债务。饿了么投资方华联控股发布公告证实了阿里正在与饿了么就收购事宜接触的消息,但否认自己与阿里就饿了么股权转让事项签署协议的说法。目前阿里与饿了么均未发表公开确认的声明。

- **小米超级 IPO 在即**:近日,据媒体报道,一直以来备受关注的小米 IPO,最终可能会敲定 A+H 股双行。目前小米底层资产估值为 540 亿美元,上市后保守估计市值为 1000 亿美元。
- **蔚来汽车拟赴美上市**:据路透社援引知情人士消息,中国电动汽车初创公司蔚来汽车已聘请包括摩根士丹利、高盛等在内的八家投行,为其今年的赴美上市计划做准备工作。预计蔚来汽车此次 IPO 的融资规模为 10-20 亿美元。
- **爱奇艺递交招股说明书**:爱奇艺递交招股书申请在纳斯达克挂牌交易,计划募集 15 亿美元。根据财报显示,2017 年爱奇艺总营收 173.78 亿元,同比增长 54.6%;净亏损 37.36 亿元。据招股说明书显示,百度持有爱奇艺 69.6%的股权,为爱奇艺最大股东。

## 房地产

- **经济参考报**:1 月份一线城市新房价格 32 个月以来首现同比下降,三线城市涨幅回落。70 个大中城市新建商品住宅价格中,52 座城市环比上涨,前值为 57 座,北京环比增 0.2%、上海和广州均降 0.4%、深圳环比持平。
- **证券时报**:2 月北京仅有两个项目计划入市,创历年新低。中原地产表示,2 月受到假期影响,成交基本休眠,调控政策力度依然很大,3 月份北京市场依然会以平稳为主,预计后续市场将继续在低位运行。

## 国际经济

- **路透社**:穆迪发布最新报告预计 G20 经济体 2018 年增长 3.4%,2019 年增长 3.2%,此前预期分别为 3.2%和 3.1%。考虑到税改及其他政策刺激,穆迪将 2018 年美国经济增长预期由 2.3%上调至 2.7%,将 2019 年预期由 2.1%上调至 2.3%。
- **第一财经**:美国公布 2017 年四季度实际 GDP 年化季率的修正值,由 2.6%小幅下修至 2.5%。虽然小幅下调修正值符合预期,但这也表明了四季度 GDP 增速较第三季度的 3.2%有明显下滑,主要原因或是库存增加规模有所减少。