

张馨元 执业证书编号: S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

胡健 021-28972096
联系人 hujian013575@htsc.com

相关研究

- 1 《策略: 四种类型基金配置差异及变动对比》2020.07
- 2 《策略: 7月科创板大规模解禁影响几何》2020.07
- 3 《策略: 谁在加仓美股本轮反弹?》2020.06

红筹回归&CDR 全景投资手册

市场交易主力资金系列

核心观点: CDR发行、红筹回归有望优化股票供给, 把握两类投资机会

我们认为回归门槛降低、海外上市风险加大是红筹回归的主要动力, 当前共有六种可行的回归路径, 发行 CDR 是重要方式之一。根据我们测算, 潜在 CDR 市场容量约 1.2-2 万亿元, 我们认为独角兽上市、CDR 发行或有虹吸效应, 但总体流动性冲击并不会过大。CDR 推行是国内资本市场国际化的重要渠道, 注册制改革则为 CDR 推行提供了更广泛的运用场景, 有助于股票供给结构优化, 并利于国内估值体系与国际接轨。人民币资本项目不可自由兑换或导致基础股票与 CDR “同股不同价”。把握两类投资机会: 一是套利的机会, 收益率取决于 CDR 的折溢价情况; 二是估值提升的机会。

红筹回归: 门槛降低+海外上市风险加大是主要驱动力, 共有六种路径

随着资本市场改革和开放的深入推进, 红筹企业回归门槛显著降低, 叠加中美争端下海外上市风险加大, 科技型红筹回归 A 股的动力明显增强。红筹回归主要有六种路径: 境外及香港上市企业私有化退市, 并拆除红筹架构回归, 如三六零; 分拆子公司上市, 如石药集团分拆新诺威; 境外及香港上市企业不退市回归, 如中芯国际(首家“A+H”科创红筹); 私有化退市, 但带红筹架构回归, 如华润微(首家在国内上市的红筹和首家启用“绿鞋机制”的 A 股); 未上市红筹企业带 VIE 架构回归, 如九号智能(首单 CDR); 未上市红筹企业不带红筹架构回归, 如康龙化成。

CDR 市场容量: 潜在市场容量有望在 1.2-2 万亿元左右

纽约梅隆银行数据显示, 2019 年全球 DR 数量为 3031 只, 总市值约 3.3 万亿美元。根据《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》、《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》等中关于试点创新企业境内上市、发行 CDR 的标准, 我们筛选得到 74 家符合标准的中概股、44 家独角兽企业、133 家伦交所公司。根据我们的测算(2020.7.24), 中概股+独角兽+伦交所潜在发行 CDR 的公司总市值合计约 40 万亿元, 假设发行比例 3%-5%, CDR 市场的潜在体量大约在 1.2-2 万亿元, 约占全部 A 股总市值的 1.59%-2.66%。

CDR 流动性: 海外 DR 流动性略低于普通股, 独角兽上市或有虹吸效应
ADR、GDR 经验显示: 存托凭证流动性略逊于普通股; 收益率表现在大部分时间内差于普通股; 存托凭证与基础股票联动性强。我们认为由于 CDR 是新投资品种且标的质地较优、稀缺性较高, 其短期风险收益特征或不同于 ADR、GDR。我们认为独角兽上市、CDR 发行或有“虹吸效应”, 或将对 A 股流动性形成短期冲击, 但冲击力度并不会过大: 一是资金面看, CDR 发行可进行战略配售, 或将吸引增量资金进入, 利于缓解流动性压力; 二是监管角度看, CDR 作为创新工具, 监管层在推进中亦会考虑对流动性的冲击等负面影响, 因而或将会考虑推进节奏和体量等。

CDR 影响: CDR 推行是优化股票供给、提升国际化水平的重要一环

我们认为注册制为 CDR 推行提供了更广泛的运用场景, CDR 作为新投资品种, 战略意义深远: CDR 将是国内资本市场国际化的重要渠道; CDR 推行将促进“良币驱逐劣币”, 并将为 A 股提供了估值锚, 中长期看有望改善估值生态、推动国内估值体系与国际体系接轨; CDR 是金融创新的体现, 丰富了资本市场投资品种。我们认为沪伦通仅是一个开端, 伴随我国资本市场改革开放进程的不断加快和深化, 美国纳斯达克、东京证券交易所等或将逐步与国内交易所合作, 并或将有越来越多的海外优质企业进入中国市场, 这将进一步丰富国内投资品种、提高股票供给质量。

风险提示: CDR 属于创新型产品, 存在流动性风险、跨市场风险; 若可转换, 存在外汇风险; 存在跨境法律风险; 投资者存在权益受损的可能性; CDR 发行企业经营风险市场独角兽的估值存在偏高的风险等。

正文目录

Q1: 红筹回归 A 股路径有哪些？不同板块上市标准有何差异？	4
红筹企业回归 A 股的六条路径	4
路径一：境外及香港上市企业私有化退市并拆除红筹架构回归——代表企业：三六零	5
路径二：境外及香港上市企业分拆子公司 A 股上市——代表企业：石药集团分拆新诺威	5
路径三：境外及香港上市企业不退市回归——代表企业：中芯国际	6
路径四：境外及香港上市企业私有化带红筹架构回归——代表企业：华润微 ...	7
路径五：未上市红筹企业带架构回归——代表企业：九号智能	7
路径六：未上市红筹企业带不带架构回归——代表企业：康龙化成	8
红筹企业回归 A 股不同板块的上市标准差异	9
不同路径红筹企业回归市场表现对比	10
Q2: 全球 DR 规模有多大？CDR 发行有何标准？	11
全球 DR 规模	11
CDR 政策演进	11
发行 CDR 企业标准	13
Q3: 哪些企业存在 CDR 发行的可能性？市场容量会有多大？	15
潜在发行 CDR 的公司	15
市场容量测算	16
Q4: DR 的流动性、风险收益特征如何？	17
Q5: 注册制下，CDR 发行对 A 股市场的影响几何？	20
Q6: CDR 投资机会与投资策略探讨	21
涉及公司列表	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 政策演进驱动红筹股回归方式多样化	4
图表 2: 红筹企业的回归 A 股主要衍生出六种路径	4
图表 3: 三六零拆除红筹架构回归 A 股历程	5
图表 4: 分拆上市前后石药集团与新诺威股权关系 (2019 年)	6
图表 5: 中芯国际成为国内首家同时实现 “A+H” 的科创红筹企业	6
图表 6: 华润微电子回归 A 股历程	7
图表 7: 九号智能复杂 VIE 架构	8
图表 8: 康龙化成红筹架构拆除过程	8
图表 9: 保留红筹架构上市行业条件	9
图表 10: 保留红筹架构上市市值、财务条件	9
图表 11: 红筹企业回归 A 股上市表现 (部分, 涨跌幅单位: %)	10
图表 12: 部分中概股退市前 VS 当前总市值、估值	10
图表 13: 2019 年全球 DR 数量为 3031 只	11
图表 14: 与 CDR 相关政策事件 (不完全统计)	12
图表 15: 《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》中值得关注的内容	14
图表 16: 符合 CDR 发行的中概股 (部分列举, 中资美股和港股截至 2020.7.24)	15
图表 17: 可能符合 CDR 发行的独角兽 (估值在 200 亿元以上, 部分列举)	15
图表 18: 伦交所潜在可能发行 CDR 的公司 (部分列举, 时间截至 2020.7.24)	16
图表 19: ADR 市值占全部上市美股的 15.5%	17
图表 20: GDR 市值占英国 LSE 全部股票的 7.6%	17
图表 21: 每年 ADR 的日均换手率约为普通股的一半	17
图表 22: 英国市场上存托凭证流动性相对较差	17
图表 23: ADR 的收益率表现差于普通股	18
图表 24: 英国市场上 GDR 表现总体弱于普通股	18
图表 25: ADR 与普通股波动率 (年化) 相近	18
图表 26: 英国市场 GDR 与普通股波动率 (年化) 相近	18
图表 27: 中国人寿 DR 与基本股票走势相近	19
图表 28: 中国联通 DR 与基本股票走势相近	19
图表 29: X 公司基础股票与 GDR 股价走势 (假设值)	21
图表 30: X 公司基础股票相对 GDR 溢价率变化 (假设值)	21
图表 31: 深股通开通以来恒生 AH 溢价指数在 115-135 区间内窄幅波动, 中枢为 125	22
图表 32: 本文涉及公司列表	22

Q1：红筹回归 A 股路径有哪些？不同板块上市标准有何差异？ 红筹企业回归 A 股的六条路径

随着资本市场改革和开放的深入推进、制度环境的演化，红筹企业回归门槛显著降低，回归模式不断多样且趋于灵活。2016 年以前，红筹企业的回归往往伴随着境外市场的退市和红筹架构的解除。私有化、红筹架构解除是回归的必经之路，并伴随着高昂的成本和法律风险。2018 年以来，国内资本市场在上市标准和红筹企业回归路径上不断进行改革探索。2018 年 3 月，证监会发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见》，允许已在境外上市的大型红筹企业和未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业）在符合相关条件下直接在 A 股发行股票或存托凭证上市；同年 6 月，证监会发布《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等系列部门规章，对试点创新企业发行存托凭证的有关问题作出了进一步明确；2019 年 1 月科创板推出，再提升对红筹企业接纳力度；2020 年 4 月，中国证监会公布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，下调了红筹股回归门槛；6 月 5 日，上交所发布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》对红筹企业申报科创板发行上市中各事项做出了针对性安排。一系列政策开放使得红筹企业保持现有架构回归国内资本市场成为可能。

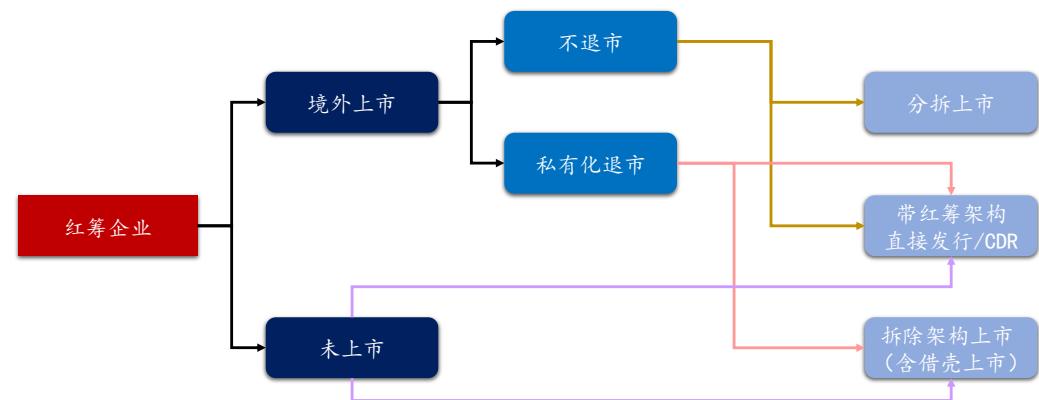
图表1：政策演进驱动红筹股回归方式多样化

日期	发布机构	文件名称	具体内容
2018 年 3 月	证监会	《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见》	允许已在境外上市的大型红筹企业和未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业）在符合相关条件下直接在 A 股发行股票或存托凭证上市；
2018 年 6 月	证监会	《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》	对试点创新企业发行存托凭证的有关问题作出了进一步明确：已在境外上市的大型红筹企业存托凭证并上市监管工作实施办法，市值不低于 2000 亿元人民币；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），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，或者营业收入快速增长，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。
2019 年 1 月	上交所	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》以及尚未在境外上市的红筹企业在符合一定条件下，在境内发行股票或存托凭证上市。
2020 年 4 月	证监会	《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》	在相关部门审批的前提下可回归 A 股发行股票并上市，并对尚未境外上市红筹企业申请在境内上市存量股份减持等涉及用汇的事项提供了重要的指导意见。
2020 年 6 月	上交所	《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》	《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》对红筹企业申报科创板发行上市中，涉及的对赌协议处理、股本总额计算、营业收入快速增长认定、退市指标适用等事项，做出了针对性安排。

资料来源：证监会、上交所、华泰证券研究所

目前，红筹企业的回归 A 股主要衍生出六种路径：对于境外及香港上市中概股，在不退市的基础上，可以通过分拆子公司境内上市，也可保留红筹架构回归，通过发行 A 股或 CDR 进驻国内市场；中概股回归也可以私有化退市为起点，选择拆除红筹架构彻底回归 A 股，或保留红筹架构发行 A 股/CDR。对于未上市红筹企业，回归路径同私有化后的中概股。

图表2：红筹企业的回归 A 股主要衍生出六种路径



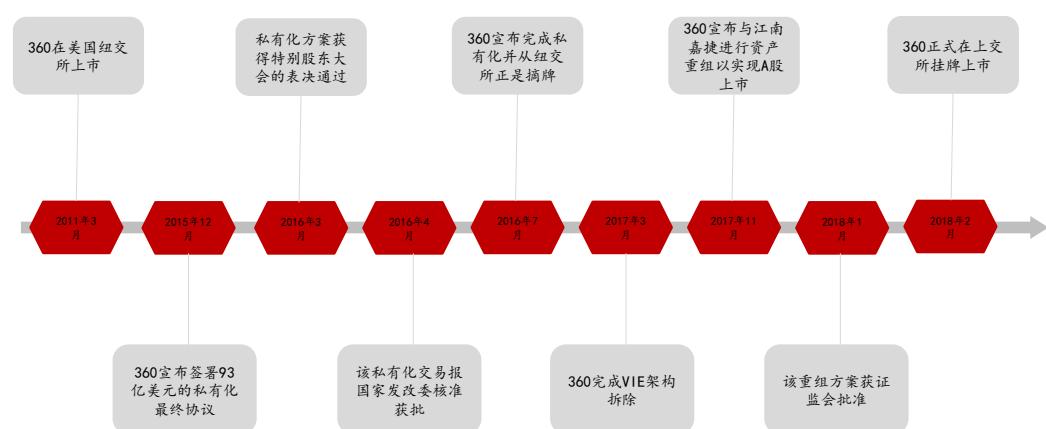
资料来源：证监会、上交所、深交所、华泰证券研究所

路径一：境外及香港上市企业私有化退市并拆除红筹架构回归——代表企业：三六零

拆除红筹架构后 A 股上市是最传统的回归模式，也是早期的红筹股回归必要路径。对于上市中概股要先进行私有化，可采用要约收购、企业合并、股票合并、资产出售等方式。红筹架构系境外离岸公司通过协议安排，对境内实际运营实体实现实际控制所搭建的一系列境内和境外股权架构，因此，拆除红筹架构就意味着通过一揽子交易安排，拆除为实现“协议控制”目的而搭建的所有架构，从而为境内运营实体登陆境内资本市场扫清障碍，最终其通过借壳或 IPO 实现 A 股上市。该模式费时费力、成本较高，通常需耗费 3-5 年时间，并且存在无法获得监管层核准的可能性。

三六零是该模式下的代表企业。其于 2015 年宣布启动私有化；2016 年 7 月，三六零私有化交易顺利完成，并从纽交所摘牌，于同年拆除 VIE 架构；2017 年 3 月，360 完成股份制改造后，于同年 11 月宣布与 A 股上市公司江南嘉捷重组；两个月后，该交易获证监会批准；2018 年 2 月，三六零通过借壳江南嘉捷正式在上交所上市交易。

图表3：三六零拆除红筹架构回归 A 股历程



资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

路径二：境外及香港上市企业分拆子公司 A 股上市——代表企业：石药集团分拆新诺威

分拆子公司境内上市将能避免红筹架构拆除的复杂流程，将核心资产注入国内资本市场。此模式可以简化流程，适用于难以承受红筹架构拆除较高成本的中概股公司。

港股石药集团分拆子公司新诺威是该模式的典型代表。新诺威在上市前，是石药集团的全资子公司，专注于以咖啡因为代表的原料药、精神药和保健品的生产和销售。基于增强融资灵活性、推动集团公司保健产品业务发展的目的，石药拆分优势业务板块注入新诺威并在 A 股上市，这是石药集团运筹资本布局、助推产业升级的有力体现。2017 年 4 月 18 日，公司首次发布公告，建议分拆新诺威赴深交所创业板上市。经过近 2 年的上市审核程序，2019 年 3 月 22 日，新诺威正式在深交所创业板上市交易。上市后，石药集团对新诺威的持股比例有所下降，为 75%，但仍保持绝对控股地位。

图表4：分拆上市前后石药集团与新诺威股权关系（2019年）



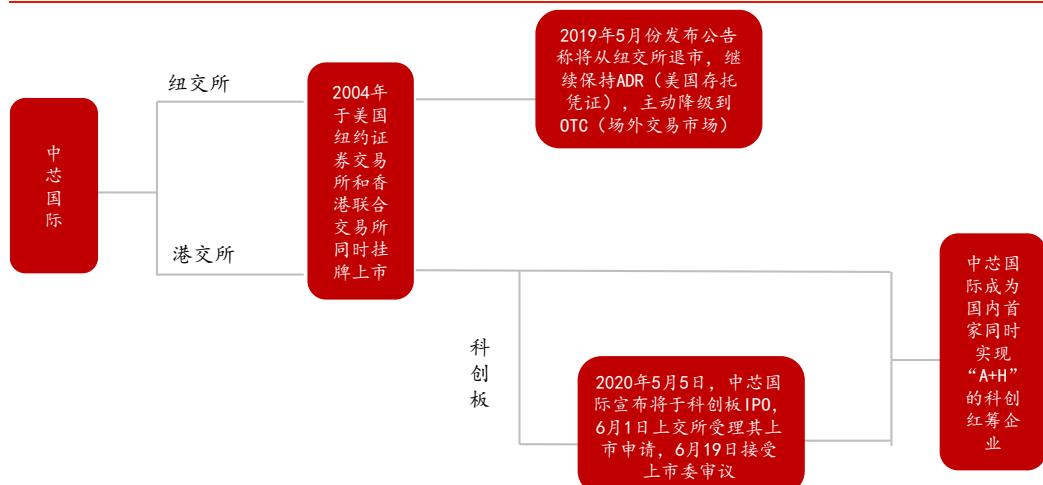
资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

路径三：境外及香港上市企业不退市回归——代表企业：中芯国际

境外及香港上市中概股现已可在不退市的情况下，通过直接发行A股或CDR进驻国内市场。此模式对上市中概股有一定门槛要求，企业需具备符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、属于高新技术产业和战略性新兴产业并达到相当规模，具有稳定的商业模式和盈利模式等条件。国家对于此类企业的政策放开、允许其同在多个市场上市，旨在使其引领国内实体经济转型升级，助力国内高新技术产业和战略性新兴产业发展提升。

中芯国际代表着该模式下的回归路径。中芯国际是全球领先的集成电路晶圆代工企业之一，可量产14mm芯片，代表了中国大陆集成电路的最高水平。中芯国际2004年于美国纽约证券交易所和香港联合交易所同时挂牌上市，2019年5月份发布公告称将从纽交所退市，继续保持ADR（美国存托凭证），主动降级到OTC（场外交易市场）。2020年5月5日，中芯国际宣布将于科创板IPO，6月1日上交所受理其上市申请，6月19日接受上市委审议，从获受理到上会仅耗时18天，此次融资总额也高达200亿元，在速度、规模上均创下科创板新纪录，并成为国内首家同时实现“A+H”的科创红筹企业。

图表5：中芯国际成为国内首家同时实现“A+H”的科创红筹企业



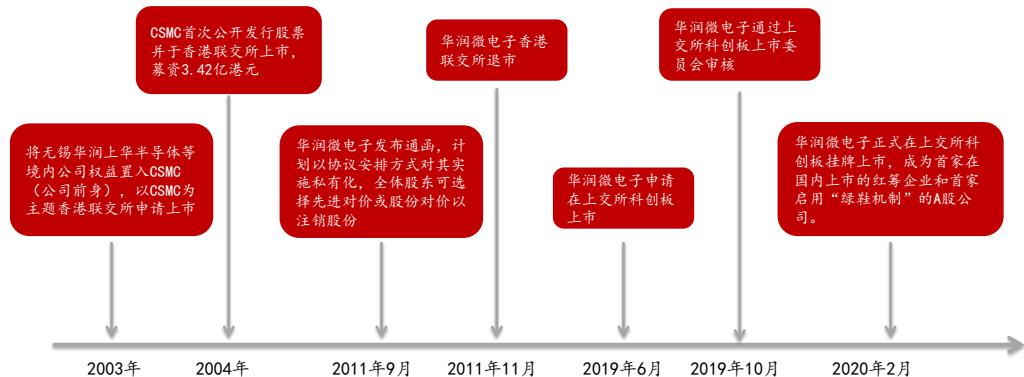
资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

路径四：境外及香港上市企业私有化带红筹架构回归——代表企业：华润微

私有化后保留红筹架构回归是路径三的延伸。红筹企业将在境外资本市场退市完成私有化，再登入 A 股市场，融资活动完全聚焦国内，同时满足路径三门槛条件的红筹企业将也能保留红筹架构，避免复杂的红筹架构的拆除流程。

华润微电子是该模式代表性红筹企业。其主要业务覆盖半导体设计、制造、封测等新兴产业。2004 年经过系列重组，于香港联交所主板上市，2011 年 9 月发布通函，计划以协议安排方式对其及进行私有化，后于 11 月从香港联交所私有化退市，但红筹结构仍保留。2019 年 6 月，华润微电子正式申请在上交所科创板上市，同年 10 月通过上市委员会审核，并于 2020 年 2 月正式登入科创板，成为首家在国内上市的红筹企业和首家启用“绿鞋机制”的 A 股公司。

图表6：华润微电子回归 A 股历程



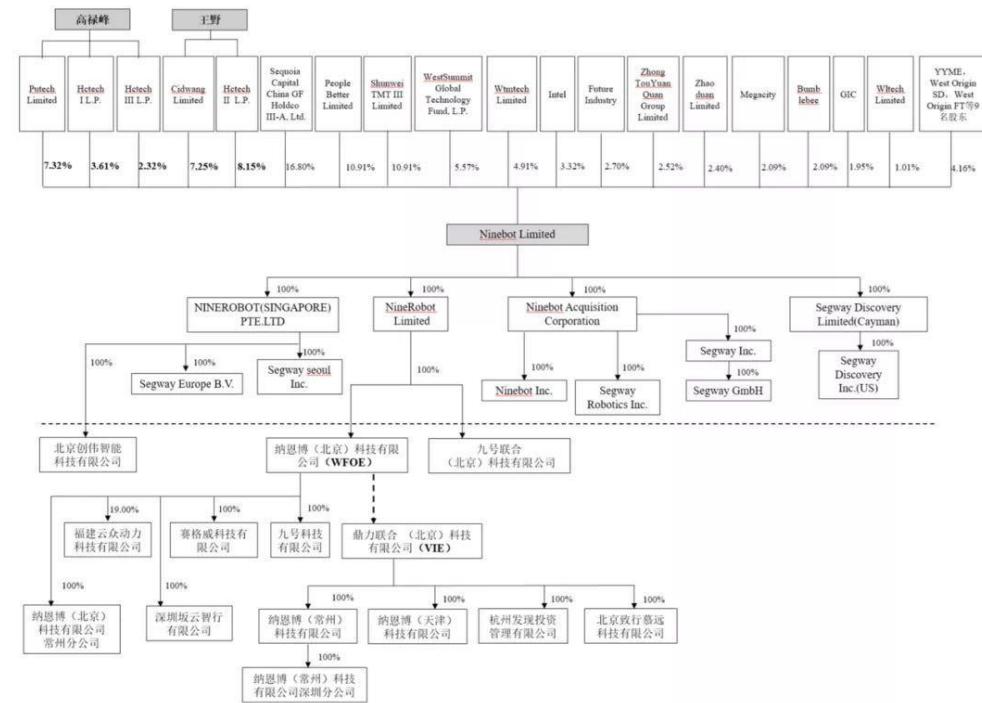
资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

路径五：未上市红筹企业带架构回归——代表企业：九号智能

未上市红筹企业带架构回归是国家为新兴创新创业企业回归国内资本市场开创的“绿色通道”。对于仍处于成长期，还未能在境外上市的属于互联网、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红筹企业，国家积极引领其回归国内上市，允许其保留红筹架构通过发行 A 股或 CDR 回归，致力于增加红筹企业回归国内上市过程中的便利性。

九号智能是该模式下的典型代表，且是首单发行 CDR 的红筹。其主营业务为各类智能短程移动设备的设计、研发、生产、销售及服务，已形成包括智能电动车平衡车、智能电动滑板车、智能服务机器人等品类丰富的产品线。小米、红杉资本、顺为资本等知名创投以及英特尔均名列股东名录。九号智能科创板 IPO 申请于 2019 年 4 月 17 日获得受理，4 个月后的 8 月 19 日进入问询环节。2020 年 1 月 31 日，九号智能因发行上市申请文件中记载的财务资料已过有效期，需要补充提交而被中止审核；4 月 20 日，中止审核情形消除，上交所恢复审核，6 月 12 日其首发申请获上市委员会通过，将于上交所科创板上市。此次公司拟向存托人发行不超过 704.09 万股 A 类普通股股票，作为拟转换为 CDR 的基础股票，占 CDR 发行后总股本的比例不低于 10%，超额配售部分不超过本次新股发行总数的 15%。若全额行使超额配售选择权，则本次向存托人发行不超过 809.71 万股 A 类普通股股票，作为拟转换为 CDR 的基础股票，占 CDR 发行后总股本的比例不低于 11.33%。基础股票与 CDR 之间的转换比例为 1 股/10 份 CDR。九号智能此次上市选择红筹企业及表决权差异安排第二套标准，即预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元。此次回归集“红筹模式、VIE 架构、AB 股结构、CDR 发行”等特点于一身，其对于红筹企业的回归有着突破性的示范意义。

图表7：九号智能复杂 VIE 架构



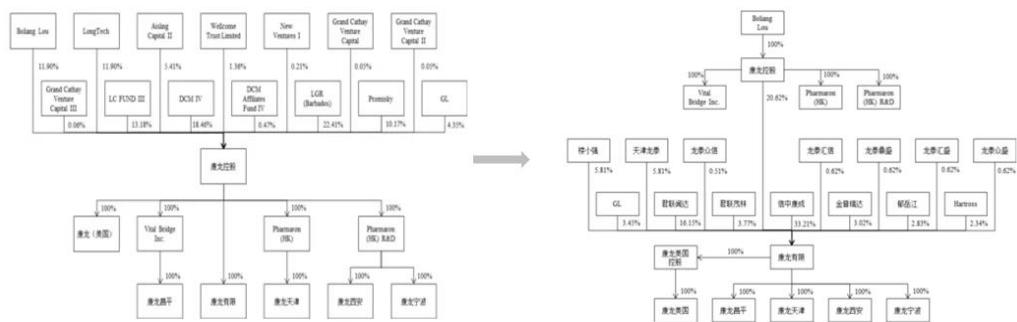
资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

路径六：未上市红筹企业带不带架构回归——代表企业：康龙化成

无法满足路径五条件的未上市红筹企业只能依靠传统模式拆除红筹架构回归。传统模式下企业需面临长期复杂的红筹架构拆除流程，作为普通的境内企业完成 A 股上市，路径五下对于红筹企业有着严格的筛选门槛，未能满足要求的非上市红筹企业将只能不带红筹架构回归 A 股。

康龙化成是该模式下代表企业。其为国内新药研发（CRO）和设计生产服务（CDMO）领域的领军企业，2015 年起康龙化成先后通过回购其他股东持有的康龙控股股份；股权转让将实际控制人落地境内；引进新投资人；清算注销红筹架构下的特殊目的公司等步骤完成红筹架构拆除。2018 年 11 月 IPO 顺利过会，2019 年 1 月在创业板挂牌交易，此次 IPO 发行 6536 万股，发行价格 7.66 元/股，募资用于杭州湾生命科技产业园——生物医药研发基地项目建设。

图表8：康龙化成红筹架构拆除过程



资料来源：A 股并购网、华泰证券研究所

红筹企业回归A股不同板块的上市标准差异

根据目前国内的资本市场板块划分，针对红筹企业境内直接上市，主要区分为主板/中小板、创业板、科创板三类不同的板块。目前，科创板走在最前列，已经实施试点并且有红筹企业上市成功或正在审核的试点范例。华润微电子是直接发行A股的代表，于2020年2月登陆科创板，九号智能也于6月12日通过科创板上市委审议，拟发行CDR。不同板块对于保留红筹架构的拟回归的企业也有不同的行业条件和市值财务指标。

图表9：保留红筹架构上市行业条件

	主板/中小板	科创板	创业板
总体要求		符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、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，社会形象良好，具有稳定的商业模式和盈利模式，对经济社会发展有突出贡献，能够引领实体经济转型升级的创新企业	
具体要求	尚未出台具体规则	符合国家战略，拥有关键核心技术，科技深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多创新能力突出，主要依靠核心技术开展生依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术高度融合，社会形象良好，具有较强成长性的术、新产业、新业态、新模式深度融合。企业。	

资料来源：证监会、上交所、深交所、基小律、华泰证券研究所

图表10：保留红筹架构上市市值、财务条件

	标准	主板/中小板	科创板	创业板
已上市红筹企业	标准一	市值应不低于 2,000 亿元人民币	市值应不低于 2,000 亿元人民币	市值应不低于 2,000 亿元人民币，且最近一年净利润为正
	标准二	市值 200 亿元人民币以上，且拥有自主研发、市值 200 亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位	市值 200 亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位	市值 200 亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位，且最近一年净利润为正
未上市红筹企业	标准一	最近一年经审计的主营业务收入不低于 30 亿元人民币，且企业估值不低于 200 亿元人民币	最近一年经审计的主营业务收入不低 30 亿元人民币，且企业估值不 200 亿元人民币	最近一年经审计的主营业务收入不低于 30 亿元人民币，且企业估值不低于 200 亿元人民币，且最近一年净利润为正
	标准二	拥有自主研发、国际领先、能够引领国内重要领域发展的知识产权或专有技术，具备明显的技术优势的高新技术企业，研发人员占对优势地位的尚未在境外上市红筹企业比超过 30%，已取得与主营业务相关的发明专利 100 项以上，或者取得至少一项与主营财务指标应当至少符合下列标准之一：有权主管部门认定具有国际领先和引领作用的核心技术；依靠科技创新与知识产权参与市场竞争，具有相对优势的竞争地位，主要产品市场占有率排名前三，最近三年营业收入复合增长率 30% 以上，最近一年经审计的主营业务收入不低于 10 亿元人民币，且最近前款所称营业收入快速增长，指符合前款所称营业收入快速增长，指符合三年研发投入合计占主营业务收入合计的比例 10% 以上。对国家创新驱动发展战略有重要意义，且拥有较强发展潜力和市场前景的企业除外。	营业收入快速增长，拥有自主研发、营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相际领先地位的尚未在境外上市红筹企业，申请在科创板上市的，市值及请发行股票或存托凭证并在创业板上专利 100 项以上，或者取得至少一项与主营财务指标应当至少符合下列标准之一：（一）预计市值不低于人民币 100 亿元；（二）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元，且最近一年净利润为正且营业收入不入复合增长率 30% 以上，最近一年经审计的币 5 亿元。	营业收入快速增长，拥有自主研发、营业收入快速增长，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的尚未在境外上市红筹企业，申请在创业板上市的，市值及财务指标应当至少符合下列上市标准之一：（一）预计市值不低于人民币 100 亿元，且最近一年净利润为正；（二）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元，且最近一年净利润为正且营业收入不入复合增长率 30% 以上，最近一年经审计的币 5 亿元。

资料来源：证监会、上交所、深交所、基小律、华泰证券研究所

不同路径红筹企业回归市场表现对比

我们认为红筹企业加快回归A股市场的主要驱动力有两个方面：一是，回归门槛显著降低。伴随科创板的创设、注册制的推行等，红筹企业尤其是科创型红筹企业可携带VIE架构、同股不同权等的回归A股，且回归路径更加多样、上市更加高效。二是，中美贸易摩擦延伸至科技、金融，中概股面临退市风险。我们在6月28日发布的报告《从阿里京东回归路看中概投资机遇》中指出，2018年以来的中美金融领域争端事件集中在三大领域：限制中概股赴美上市、严化中概股信息披露审查、切断美方对华证券投资，若《外国公司问责法》获得众议院和特朗普批准，则给已上市的在美中概股带来系统性退市风险。

我们选取了不同路径下几个具有代表性的红筹企业，其回归后市场表现如下：

图表11：红筹企业回归A股上市表现（部分，涨跌幅单位：%）

回归类型	股票代码	股票简称	上市时间	首月涨跌幅	前三月涨跌幅	上市半年涨跌幅	上市一年涨跌幅
不退市回归	688981 CH	中芯国际	2020/07/16				
分拆上市	300741 CH	华宝股份	2018/03/01	30.25	5.56	1.48	-2.27
	300765 CH	新诺威	2019/03/22	-0.66	-5.56	-1.61	76.71
	688016 CH	心脉医疗	2019/07/22	21.57	81.80	112.13	
	688111 CH	金山办公	2019/11/18	-13.47	-39.78	-34.29	
	688100 CH	威胜信息	2020/01/21	-19.85	-18.82	-38.01	-37.81
私有化+拆除红筹架构	002558 CH	巨人网络	2011/03/02	-7.71	-28.09	-27.28	-34.70
	002624 CH	完美世界	2011/10/28	5.38	-43.66	-27.95	-36.74
	601360 CH	三六零	2012/01/16	6.46	0.09	-7.63	-7.27
	603259 CH	药明康德	2018/05/08	288.75	161.00	180.23	189.36
	300674 CH	宇信科技	2018/11/07	187.29	111.21	107.97	123.03
	688008 CH	澜起科技	2019/07/22	-0.99	-21.78	4.51	29.65
	688599 CH	天合光能	2020/06/10	6.33			
未上市拆红筹架构回归	300759 CH	康龙化成	2019/01/28	272.98	223.66	225.64	430.61
	603115 CH	海星股份	2019/08/09	87.31	39.90	21.42	
	688158 CH	优刻得-W	2020/01/20	25.98	-4.73	-8.53	
私有化带红筹架构回归	688396 CH	华润微	2020/02/27	-13.47	-3.36		

资料来源：Wind，华泰证券研究所

回归境内上市中概股总市值及估值水平有望得到重塑。通过对比部分中概股退市前（按退市前最后一个交易日计算）与当前（截至2020.7.24）总市值、估值，中概股回归后总市值均大幅增长，估值也出现明显的抬升。

图表12：部分中概股退市前VS当前总市值、估值

股票简称	退市前		当前（2020.7.24）	
	总市值-亿元	PE-TTM	总市值-亿元	PE-TTM
完美世界	67.52	13.03	732.60	44.91
三六零	661.57	32.71	1274.35	22.39
药明康德	203.05	38.45	2461.09	98.39
迈瑞医疗	217.05	18.60	4040.84	81.01
宇信科技	4.64	10.50	204.88	73.58
澜起科技	36.74	12.54	934.58	96.34
华熙生物	51.55	25.72	625.39	106.64
天合光能	69.12	7.29	352.18	54.98
华润微	34.68	15.37	548.50	111.09

注：按退市前的值为退市前最后一个交易日美元兑人民币中间价计算；当前值为2020.07.24

资料来源：Wind、Bloomberg，华泰证券研究所

Q2：全球 DR 规模有多大？CDR 发行有何标准？

全球 DR 规模

存托凭证（Depository Receipt, DR）是指某一个国家或者地区证券市场上发行的代表境外公司有价证券的可转让凭证，每个存托凭证代表一定数量的境外公司发行的基础证券。目前，存托凭证主要有两种：一是仅面向美国投资者的美国存托凭证（ADR）；二是面向两个或以上市场（主要是美国和欧洲市场）的全球存托凭证（GDR），发行和交易地主要为伦敦证券交易所和卢森堡证券交易所。

目前，全球主流的存托凭证多为参与型、融资型和公募型存托凭证。从类型上看，主要存在以下分类：

(1) 根据上市公司是否在存托凭证发行中起主导，可划分为参与型存托凭证（Sponsored DR）和非参与型存托凭证（Unsponsored DR）。参与型与非参与型存托凭证的不同在于，发行基础股票的境外公司在发行 DR 中起主导作用，境外公司与境内存托机构通过签订存托协议明确包括存托凭证持有人在内的各方之间权利义务关系，境外发行人根据监管要求进行相应的信息披露；而非参与型存托凭证发行中，境外公司并不参与，仅需出具无异议文件。

(2) 根据是否公开融资，可划分为融资型存托凭证和非融资型存托凭证。融资型存托凭证是指公司可通过首发和增发来发行新的存托凭证，一般在交易所上市并且遵循严格信息披露监管的存托凭证具有融资属性；非融资型存托凭证则仅具有交易属性。

(3) 根据是否面向公众投资者，可划分为公募型存托凭证和私募型存托凭证。其中，以面向公众投资者的公募型存托居多。

根据纽约梅隆银行数据统计，2019 年全球 DR 数量为 3031 只，总市值规模约 3.3 万亿美元。

图表13：2019年全球 DR 数量为 3031 只



资料来源：纽约梅隆银行，华泰证券研究所

CDR 政策演进

2018 年以来，市场对独角兽上市、CDR 发行关注度持续提升，推动新经济、新产业、新业态、新模式发展的政策措施不断落地。证监会、国务院、上交所、深交所等机构纷纷表示将充分发挥资本市场服务实体经济发展的需要，支持优质创新型企业上市融资，并将稳步推进我国资本市场双向开放，提升我国资本市场国际化水平的需要。

2018年3月30日,《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》正式发布,我们认为这是具有方向性的CDR发展指导意见和框架。此后,有关部门对试点创新企业上市的政策措施进一步推进落实。2018年6月3日,《存托凭证发行与交易管理办法(征求意见稿)》结束意见反馈;2018年6月6日,证监会连发9文,对试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市进行了规定,主要内容涉及试点企业选取标准和选取机制,存托凭证的发行、上市、交易等制度安排,创新试点红筹业财务报告信息披露、保荐机制尽职调查要求等;6月7日起,符合条件的创新企业可向证监会递交申报上市材料。2018年10月,《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定(试行)》正式发布,标志着沪伦通业务开始启动。

受市场形势和外部环境的不适当等影响,2018年下半年CDR推进暂缓,一年后再度重启。2018年8月,小米公司暂缓其中国存托凭证申请后,有关CDR政策暂缓推进,重心主要在于对科创板的创立和推进。2019年下半年,有关部门重启对CDR的推进,为后续科创板上创新企业发行CDR提前做好相应的制度设计。

图表14: 与CDR相关政策事件(不完全统计)

时间	发布机构	政策事件	主要内容
2020年6月5日	上交所	《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》	对红筹企业申报科创板发行上市中,涉及的对赌协议处理、股本总额计算、营业收入快速增长认定、退市指标适用等事项,做出了针对性安排。
2020年4月30日	证监会	《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》	已境外上市红筹企业的市值要求调整为符合下列标准之一:市值不低于2000亿元人民币;市值200亿元人民币以上,且拥有自主研发、国际领先技术,科技创新能力较强,同行业竞争中处于相对优势地位。
2019年11月14日	中证登	修订《上海证券交易所与伦敦证券交易所增加中国存托凭证股息红利差别化个人所得税业务的规定;删除全球存托凭证相关印花税收取内容。	
2019年6月21日	上交所	《关于科创板股票及存托凭证交易相关事项的通知》	对科创板股票及存托凭证交易行为进行规范
2019年6月8日	上交所	《上海证券交易所科创板存托凭证上市市公告书内容与格式指引》	对境内科创公司、红筹企业的上市公告书进行了规范。
2019年5月25日	央行、外管局	《存托凭证跨境资金管理办法》	对存托凭证的资金管理、跨境转换资金管理、存托资金管理进行了规定
2019年4月3日	国税局	《关于创新企业境内发行存托凭证试点阶段有关税收政策的公告》	对转让投资CDR的个人所得税、企业所得税、增值税、印花税进行了相应减免
2018年11月2日	中证登	《中国证券登记结算有限责任公司上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证登记结算业务实施细则(试行)》	规范沪伦通存托凭证登记结算业务
2018年11月2日	上交所	《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》	规范上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市、交易、跨境互联互通存托凭证上市交易暂行办法转换和信息披露等行为
2018年10月12日	证监会	《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定(试行)》	明确沪伦通中国存托凭证(CDR)发行审核制度、跨境转换制度安排、持续监管要求。
2018年6月15日	上交所、深交所	《试点创新企业股票或存托凭证交易风险揭示书必备条款》	要求制定试点创新企业股票或存托凭证交易适当性管理的相关工作制度,充分告知投资者主要风险,引导其理性参与。
2018年6月15日	中证登	《存托凭证登记结算业务规则(试行)》	对创新企业发行存托凭证的证券账户、登记与存管以及清算交收进行规定
2018年6月15日	证监会、银保监会	《关于商业银行担任存托凭证试点存托人有关事项规定》	就商业银行担任中国存托凭证试点存托人有关要求进行规定
2018年6月15日	上交所	《上海证券交易所试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》	对创新企业的存托凭证在上交所上市、交易、信息披露进行进一步的要求
2018年6月15日	深交所	《深圳证券交易所试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》	对创新企业的存托凭证在深交所上市、交易、信息披露进行进一步的要求
2018年6月6日	证监会	《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》	对存托凭证的发行、上市和交易、信息披露、存托和托管、投资者保护、法律责任等相关内容进行了规定。
2018年6月6日	证监会	《关于修改〈首次公开发行股票并在创业板上市管理办法〉的决定》	对试点企业要求、保荐机构处罚条件等进行了相应增加和修改。
2018年6月6日	证监会	《关于修改〈首次公开发行股票并上市对试点企业认定、保荐机构处罚条件等进行了相应增加和修改。管理办法〉的决定》	
2018年6月6日	证监会	《公开发行证券的公司信息披露编报规则第22号——创新试点红筹业财务报告信息特别规定(试行)》	对创新试点红筹企业的财务报告信息披露行为、会计准则编制等进行了规定。

2018年6月6日	证监会	《保荐创新创业企业境内发行股票或存托凭证尽职调查工作实施规定》	《实施规定》共十二条，增加对创新创业企业特殊情况和相关风险的尽职调查要求，简化部分对创新创业企业不适用、不必要的尽职调查要求，完善对部分创新创业企业的尽职调查方法。
2018年6月6日	证监会	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第40号——试点红筹企业公开发行存托凭证并上市的申请文件》	对试点红筹企业公开发行存托凭证并上市的申请文件的格式和报送方式进行了规定。
2018年6月6日	证监会	《中国证监会科技创新咨询委员会工作规则（试行）》	对咨询委员会组织架构、成员的条件、职责等进行了相应规定。
2018年6月6日	证监会	《公开发行证券的公司信息披露编报规则第23号——试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》	对存托凭证招股说明书的内容与格式准则进行一般规定和要求，如要求数量、存托凭证持有人权益保护、充分披露与存托凭证有关的风险因素等
2018年6月6日	证监会	《试点创新创业企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》	对发行股票或存托凭证的试点企业的选取、发行条件及审核核准程序、发行与上市等进行了规定。
2018年5月29日	上交所	上交所第八次会员大会	大会指出要不遗余力地厚植主板蓝筹市场，积极推进创新创业企业境内发行股票或存托凭证（CDR）试点，不断提高主板市场承载力和包容性，提高资本市场服务实体经济的能力。
2018年5月29日	上海证券报	上交所：已做好创新企业在境内发行股票及存托凭证试点准备工作	上交所副理事长张冬科表示上交所已经做好了创新企业在境内发行股票及存托凭证试点的各项准备工作，并已跟新经济创新企业进行了对接。
2018年5月21日	中证登	《存托凭证登记结算业务细则（公开征求意见稿）》	《细则》共四章，二十八条，对证券账户登记与存管、清算交收、CDR相关税费及证券风险基金的收取方式等内容进行了规定。
2018年5月11日	证监会	《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》	为稳妥安排创新创业企业境内发行股票或存托凭证，拟对《证券发行与承销管理办法》个别条款进行修订，如战略配售、完善未盈利企业估值指标的信息披露要求、规定网下设定锁定期的股份均不参与向网上回拨等。
2018年5月4日	证监会	《存托凭证发行与交易管理办法（征求意见稿）》	《管理办法》共八章，六十一条，涉及存托凭证的发行、上市和交易、信息披露、存托和托管、投资者保护、法律责任等相关内容。
2018年3月30日	国务院	《关于开展创新创业企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》	对创新创业企业境内发行股票或存托凭证试点的原则、试点企业标准、试点方式、发行条件、基础制度安排、信息披露、法律责任、组织管理等提出意见。
2018年3月15日	中国证券网	CDR会很快推出，A股除富士康还会有更多新经济企业	证监会副主席阎庆民15日在人民大会堂对记者表示，CDR主要是解决两地的法律管辖不一样、跨境监管等问题，有利于已经海外上市和从海外退市的企业回A。对于CDR推出时间表，他表示：“这个很快，会选择一批新经济的企业、一些独角兽企业。”

资料来源：中国证券网、国务院、证监会、上海证券报、上交所，华泰证券研究所

根据上交所的信息披露，九号智能为目前唯一一家拟发行 CD-R 的公司，其于 2019 年 4 月 17 日申报，2020 年 4 月 20 日九号智能科创板 IPO 恢复“已问询”，6 月 12 日其首发申请获上交所科创板上市。根据公司在上交所披露的招股说明书，公司拟发行不超过 7,040,917 股 A 类普通股股票，作为发行 CD-R 的基础股票，占 CD-R 发行后公司总股本的比例不低于 10%，基础股票与 CD-R 之间的转换比例按照 1 股/10 份 CD-R 的比例进行转换，采用余额包销形式进行承销。

目前较为常见 DR 交易模式：境外基础证券发行人与存托人签订存托协议，存托人受托存放基础证券，并向境内投资者签发相应数量存托凭证；投资者买入存托凭证，成为存托协议当事人，享有基础证券相应权益并通过存托人行使，存托人受托办理出席股东大会、行使表决权、分派股份权益等；存托人委托境外托管人保管基础证券，基础证券作为信托财产独立于存托人、托管人的其他财产，不受存管人、托管人其他债务及破产清算等的影响。监管方面，通常由境外基础证券发行人承担境内证券法对证券发行人规定的信息披露等义务。

发行 CD-R 企业标准

2018 年 3 月 30 日发布的《关于开展创新创业企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》对试点企业的标准给予了方向性划定：试点企业要符合国家战略、掌握核心技术、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，且是达到相当规模的创新企业。此外还对试点方式、发行条件、基础制度安排、信息披露、法律责任、组织管理等提出了框架性的意见。

2018年6月6日，证监会发布《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》，其中规定了试点企业选取标准：

- (1) 行业范围：符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、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；
- (2) 已境外上市试点红筹企业：市值应不低于 2000 亿元；
- (3) 尚未境外上市试点企业满足以下条件之一：①最近一年经审计的主营业务收入不低于 30 亿元人民币，且企业估值不低于 200 亿元人民币；②拥有自主研发、国际领先、能够引领国内重要领域发展的知识产权或专有技术，具备明显的技术优势的高新技术企业，研发人员占比超过 30%，已取得与主营业务相关的发明专利 100 项以上，主要产品市场占有率达到前三，最近三年营业收入复合增长率 30% 以上，最近一年经审计的主营业务收入不低于 10 亿元人民币，且最近三年研发投入合计占主营业务收入合计的比例 10% 以上等。

图表15：《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》中值得关注的内容

值得关注的重要内容	
试点企业的选取	1) 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； 2) 已境外上市试点红筹企业，市值应不低于 2000 亿元人民币（按照试点企业提交纳入试点申请日前 120 个交易日平均市值计算，汇率按照人民银行公布的申请日前 1 日中间价计算不足 120 个交易日的，按全部交易日平均市值计算）； 3) 尚未境外上市试点企业满足以下条件之一：①最近一年经审计的主营业务收入不低于 30 亿元人民币，且企业估值不低于 200 亿元人民币（估值应参考最近三轮融资估值，结合收益法、成本法、市场乘数法等估值方法综合判定）；②研发人员占比超过 30%，已取得与主营业务相关的发明专利 100 项以上，主要产品市场占有率达到前三，最近三年营业收入复合增长率 30% 以上，最近一年经审计的主营业务收入不低于 10 亿元人民币，且最近三年研发投入合计占主营业务收入合计的比例 10% 以上等。
发行与上市	1) 境外存量股票在境内减持退出的要求：试点红筹企业不得在境内公开发行的同时出售存量股份，或同时出售以发行在外存量基础股票对应的存托凭证；境内发行的存托凭证与境外发行的存量基础股票原则上暂不安排相互转换。 2) 尚未盈利的试点企业发行股票的，实际控制人、董监高等在实现盈利前不得减持上市前持有的公司股票。 3) 试点红筹企业发行存托凭证的，实际控制人应承诺境内上市后三年内不主动放弃实际控制人地位。

资料来源：证监会，华泰证券研究所

2018年11月2日，《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》对沪伦通发行 CDR 的公司提出了要求：

- (1) 发行申请日前 120 个交易日按基础股票收盘价计算的境外发行人平均市值不低于人民币 200 亿元（根据发行申请日前 1 日中国人民银行公布的人民币汇率中间价计算）；
- (2) 在伦交所上市满 3 年且主板高级上市满 1 年；
- (3) 申请上市的中国存托凭证数量不少于 5000 万份且对应的基础股票市值不少于人民币 5 亿元（根据基础股票最近收盘价及上市申请日前 1 日中国人民银行公布的人民币汇率中间价计算）。

2020年4月30日，证监会印发的《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，对已境外上市的红筹企业市值要求进行调整，以期吸引更多优质科技龙头发行 CDR 产品，要求符合以下两个标准之一：

- (1) 市值不低于 2000 亿元人民币；
- (2) 市值 200 亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。

Q3：哪些企业存在 CDR 发行的可能性？市场容量会有多大？ 潜在发行 CDR 的公司

根据《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》以及《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》中关于试点创新企业境内上市、发行 CDR 的标准，我们筛选得到如下 74 家符合标准的已在境外上市的中概股以及 44 家估值在 200 亿元以上的独角兽企业。

图表16：符合 CDR 发行的中概股（部分列举，中资美股和港股截至 2020.7.24）

证券代码	证券简称	所属行业	总市值（亿元）
BABA US	阿里巴巴	非日常生活消费品	46875.43
700 HK	腾讯控股	通信服务	45673.27
3690 HK	美团点评	非日常生活消费品	10146.82
0941 HK	中国移动	通信服务	9883.59
PDD US	拼多多	非日常生活消费品	7555.68
JD US	京东集团	非日常生活消费品	6643.77
NTES US	网易	通信服务	4348.01
1810 HK	小米集团	信息技术	3292.60
TAL US	好未来教育集团	非日常生活消费品	3190.68
BIDU US	百度	通信服务	2878.65

注：按 2020.7.24 人民币兑港币中间价、美元兑人民币中间价计算

资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表17：可能符合 CDR 发行的独角兽（估值在 200 亿元以上，部分列举）

公司名称	成立时间	行业	轮次	最新估值（亿元）	公司名称	成立时间	行业	轮次	最新估值（亿元）
蚂蚁金服	2014 年 10 月	金融	战略投资	10769	京东数科	2013 年 7 月	金融科技	B 轮	2130
字节跳动	2012 年 3 月	文娱传媒	F 轮-上市前	7000	菜鸟网络	2013 年 5 月	物流	战略投资	2091
阿里云	2009 年 6 月	企业服务	战略投资	5390	快手	2011 年 3 月	文娱传媒	F 轮-上市前	2002
滴滴出行	2012 年 7 月	汽车交通	战略投资	4060	大疆	2006 年 11 月	智能硬件	C 轮	1540
陆金所	2011 年 9 月	金融科技	C 轮	2758	比特大陆	2013 年 10 月	金融科技	B+轮	1050

注：时间截至 2020.7.24

资料来源：IT 桔子，华泰证券研究所

根据《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》，我们筛选出了 133 家伦交所可能发行 CDR 的公司。

图表18：伦交所潜在可能发行 CDR 的公司（部分列举，时间截至 2020.7.24）

证券代码	证券简称	总市值-亿元	证券代码	证券简称	总市值-亿元
ULVR LN	联合利华	10723	RB/ LN	利洁时	4826
AZN LN	阿斯利康公共有限公司	9991	VOD LN	沃达丰	2884
BHP LN	必和必拓集团公司	8509	REL LN	励讯集团	2840
RDSB LN	荷兰皇家壳牌	8376	NG/ LN	英国国家电网	2789
RIO LN	力拓公司	7073	PRU LN	保诚	2640
GSK LN	葛兰素史克公司	6977	LSE LN	伦敦证券交易所	2588
HSBA LN	汇丰控股	6539	EXPN LN	益博睿有限公司	2239
DGE LN	帝亚吉欧	5751	AAL LN	英美公司	2154
BATS LN	英美烟草	5435	GLEN LN	嘉能可	2143
BP/ LN	BP 公司	5316	CRH LN	CRH 公共股份公司	2059

注：按 2020.7.24 英镑兑人民币中间价、美元兑人民币中间价计算

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

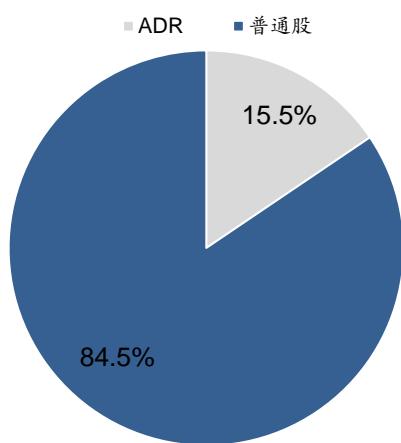
市场容量测算

根据我们对潜在发行 CDR 公司的筛选，根据测算中概股、独角兽、伦交所潜在发行 CDR 公司的总市值合计约 40 万亿元，假设发行比例 3%-5%（中国企业在美股发行 ADR 比例在 3%-5% 左右），按总市值作为发行 CDR 的价值估算出 CDR 市场的潜在容量大约在 1.2-2 万亿元左右，约占全部 A 股总市值（2020.7.24）的 1.59%-2.66%。这是根据当前存量市场测算的潜在 CDR 市场规模，如果考虑未来更多科技创新企业脱颖而出、国内资本市场与更多海外资本市场合作和接轨，那么潜在的 CDR 增量市场空间规模亦值得期待。

Q4: DR 的流动性、风险收益特征如何?

截至 2020 年 7 月 24 日，全部上市的美股公司中有 409 家是以 ADR 的形式进行上市，总市值达到了 7.16 万亿美元，占全部上市美股公司总市值的 15.5%，英国 LSE 全部股票中有 218 家以 GDR 形式进行上市，市值占比 28.4%。

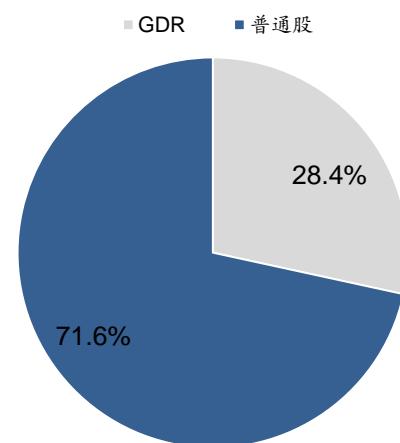
图表19: ADR 市值占全部上市美股的 15.5%



注：时间截至 2020.7.24

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20: GDR 市值占英国 LSE 全部股票的 7.6%

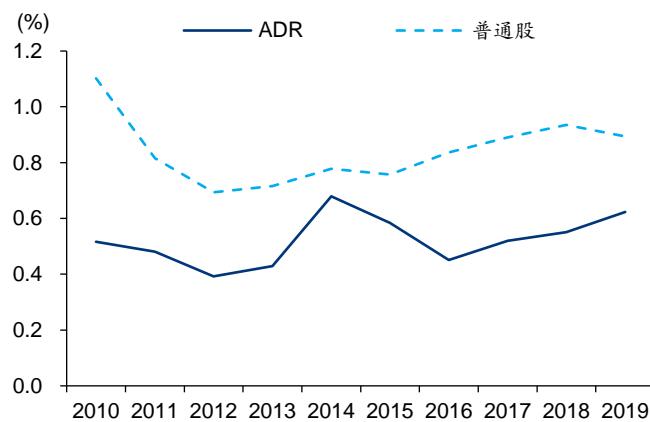


注：时间截至 2020.7.24

资料来源：Wind，华泰证券研究所

与普通股相比，存托凭证的流动性略逊于普通股。在美国的成熟资本市场中，以美国普通股与 ADR 流动性对比（以换手率表征），可以看到 2010 年以来 ADR 的每年的日均换手率虽低于普通股，但基本在 0.4%以上；2014 年期间，ADR 年日均换手率与普通股较为接近，其余年份 ADR 日均换手率约为普通股的二分之一。阿里巴巴、京东、百度、网易等科创 ADR 的流动性相对较高，四家公司年均换手率基本接近普通股换手率。在英国资本市场，GDR 流动性表现更弱，2014 年、2015 年受制于样本数据较少，个别换手率较高样本带动 GDR 换手率超过普通股，但总体来看，英国市场大部分 GDR 日均换手率不足 0.1%，市场流动性显著不足。

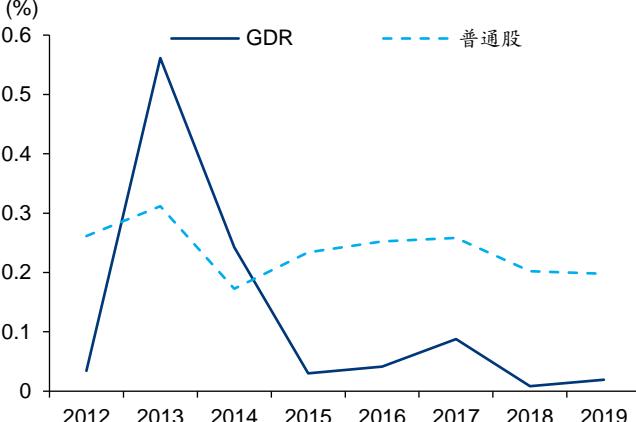
图表21: 每年 ADR 的日均换手率约为普通股的一半



注：剔除了日均换手率大于 20%的股票，采用的平均方法为简单平均

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22: 英国市场上存托凭证流动性相对较差



注：剔除了日均换手率大于 20%的股票，采用的平均方法为简单平均

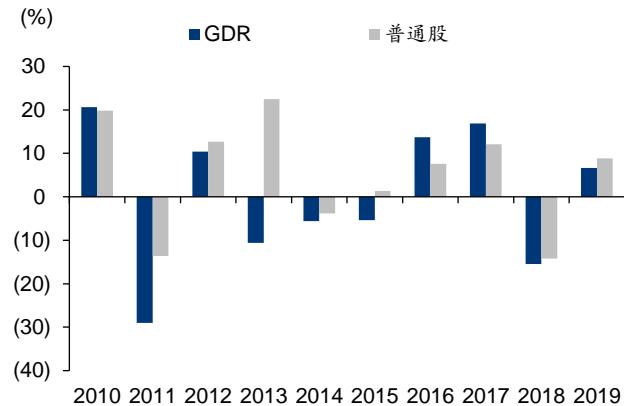
资料来源：Wind，华泰证券研究所

与普通股相比，存托凭证的收益率表现在大部分时间内差于普通股。从美国市场上 ADR 和普通股的历史年收益表现来看，2010-2019 年，ADR 市场的平均年收益仅在 2017 年打败了普通股的平均年收益，其余的时间内表现均差于普通股。整体体现出来的特征是当市场上涨时，ADR 的涨幅低于普通股的涨幅，而当市场下跌时，其平均年跌幅又大于普通股的平均跌幅。潜在的原因或许在于：一是 ADR 公司尤其是科技类 ADR 公司质地要略逊美国本土科技类公司；二是以 ADR 形式发行的上市公司多为非美企业，其波动除受到全球市场冲击的影响外，还受到 ADR 公司生产经营所在国家的各类市场风险的冲击。英国市场来看，存托凭证呈现类似规律——GDR 表现同样总体弱于普通股。

图表23：ADR 的收益率表现差于普通股



图表24：英国市场上 GDR 表现总体弱于普通股



注：剔除了年收益率大于 200% 的证券，采用的平均方法为简单平均

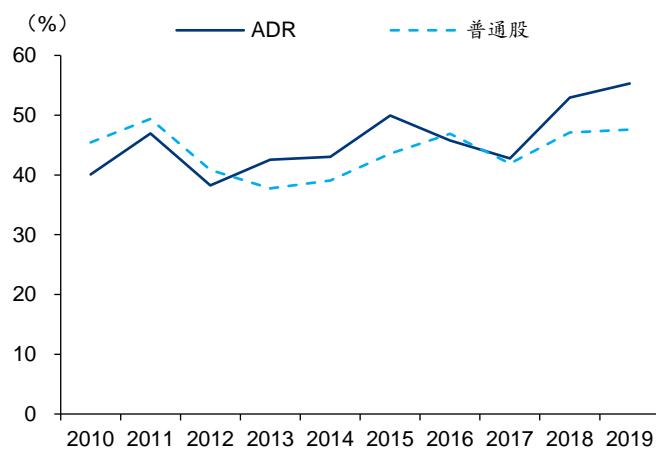
资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：剔除了日均换手率大于 20% 的股票，采用的平均方法为简单平均

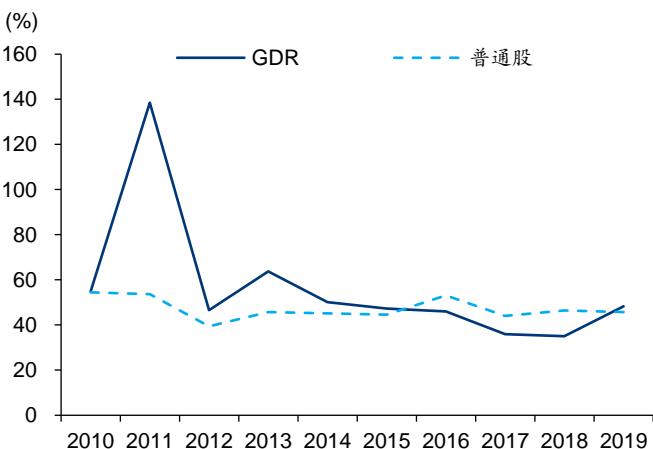
资料来源：Wind，华泰证券研究所

与普通股相比，存托凭证和普通股的整体波动率相近。从 ADR 和普通股的历史波动情况来看，2010-2019 年，两者每年的平均年化波动率大小相近，除了今年由于新冠疫情与原油价格战影响，美国股票市场整体波动率大幅提高外，两者的平均年化波动率在其余年份大多稳定在 40%-60% 之间，整体差异程度不大。英国 GDR 呈现出类似规律，除 2011 年由于样本太小或引起一定程度误差外，其余年份二者波动率相差较小，基本稳定在 40%-60% 之间。

图表25：ADR 与普通股波动率（年化）相近



图表26：英国市场 GDR 与普通股波动率（年化）相近



注：剔除了年化波动率大于 500% 的证券，采用的平均方法为简单平均

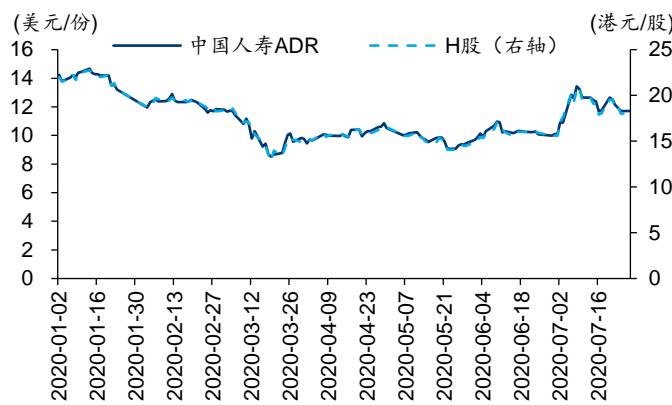
资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：剔除了年化波动率大于 500% 的证券，采用的平均方法为简单平均

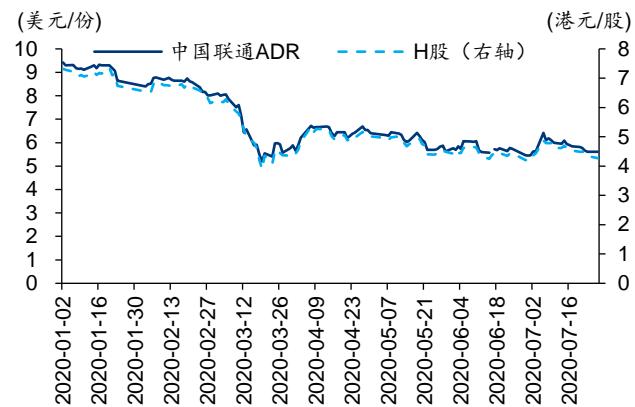
资料来源：Wind，华泰证券研究所

从 DR 和其对应的基本股票走势来看，两者联动性极强。由于 DR 与其对应的基本股票存在固定的兑换比例，因此市场中存在着套利机制，使得两个证券的走势相似。以中国人寿和中国联通为例，从其的历史走势来看，ADR、GDR 与基础股票的联动性较强。

图表27：中国人寿 DR 与基本股票走势相近



图表28：中国联通 DR 与基本股票走势相近



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

Q5：注册制下，CDR 发行对 A 股市场的影响几何？

以九号智能为代表的首单 CDR 过会，意味着 CDR 发行将正式落地，也预示着将有越来越多的独角兽等优质企业将选择在境内上市。与其他证券品种相比，CDR 具有三大优势：一是基础证券发行人可规避直接发行股票所可能面临的法律障碍；二是投资人可获取新的投资品种和渠道，尤其是可直接投资优质境外企业；三是境内资本市场将能够吸引更多境外企业，国际化水平将明显提升。

伴随科创板和创业板注册制改革落地、国内资本市场体系建设不断完善，我们认为 CDR 发行或将成为诸多优质企业回归 A 股的重要路径，其战略意义深远，主要包括五个方面：

(1) 注册制改革为 CDR 的发行提供了更广泛的运用场景。境内资本市场引入 CDR 后面临的一大制度障碍就是如何解决拟回归企业股权制度与现行资本市场规则框架下的显著差异。从目前的法律法规来看，不仅在海外上市企业的股权结构不满足在主板上市的条件，而相关法律细则的模糊甚至冲突也是一个急需解决的问题。科创板、创业板的注册制改革，是国内资本市场改革的重要一步，这意味着更加开放、完善、与国际资本市场更加接轨的股权交易模式正在形成，因此，未来 CDR 与国内资本市场的交易框架差异将逐步缩小。

(2) CDR 发行将是我国资本市场国际化的重要渠道。CDR 借鉴 ADR、GDR 发展的成功经验，对发行主体的结构、盈利情况等的限制较少，可以作为海外企业在中国资本市场直接上市之外的一种补充途径，有利于进一步引入境外中介机构和境外投资者，实现中国资本市场与国际资本市场的互联互通。引入 CDR 机制，有助于在中国资本市场上建立起与国际证券市场接轨的交易制度和交易结构，为 A 股市场国际化开放奠定基础。

(3) CDR 发行或将是“良币驱逐劣币”的重要推动力，有望加速内部分化，并将为 A 股上市公司提供估值锚，中长期看有望改善 A 股估值生态、推动国内资本市场估值体系与国际体系接轨。CDR 或将融合 A 股、H 股、美股等，并将吸引更多国际投资者进入 A 股市场，CDR 的估值体系和监管标准可以为 A 股市场提供参考和借鉴。CDR 的发行和流通不仅有助于 A 股上市公司监管效率的提高，还有助于完善 A 股市场的估值体系。

(4) CDR 是金融创新的体现，丰富了资本市场投资品种。从投资者角度看，CDR 的发行丰富了国内资本市场的交易品种，拓宽了其投资渠道。通过 CDR 这一工具，国内投资者无需设立国外账户就可以投资境外市场的股票。

(5) CDR 将成为海外优质企业在中国上市的重要可行选择。我们认为中长期看，通过 CDR 渠道在中国资本市场上市的将不单单是中概股、未上市红筹企业，还将有更多海外龙头进入中国，沪伦通仅是一个开端，伴随我国资本市场改革开放进程的不断加快和深化，美国纳斯达克、东京证券交易所等或将逐步与国内交易所合作，或将有越来越多的海外优质企业进入中国市场。

与此同时，我们认为独角兽上市、CDR 发行或形成一定的“虹吸效应”，或将对 A 股流动性形成短期冲击。但我们认为冲击力度并不会过大：一是从资金面角度看，独角兽上市、CDR 发行可进行战略配售，同时亦或将吸引一定的增量资金进入（如 CDR 跟踪基金、战略配售基金等），在一定程度上利于缓解流动性压力；二是从监管层角度看，CDR 作为新的创新工具，监管层在推进实施过程中亦会考虑对流动性的冲击等负面影响，因而或将会考虑推进节奏和体量等。

Q6: CDR 投资机会与投资策略探讨

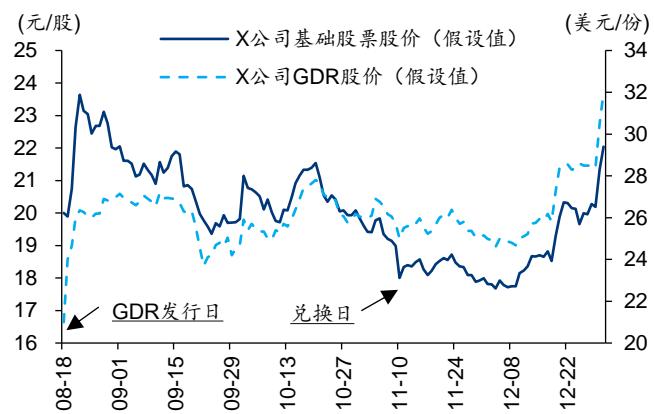
借鉴科创板等参与模式，我们认为未来养老金、社保基金、公募基金、险资、PE/VC 等投资管理机构参与 CDR 的方式主要有三种：一是存托凭证一个重要特征是可转换，如果未来 CDR 可与基础股票直接转换，那么通过直接投资基础股票再转换成 CDR 也是参与方式之一；二是作为网下投资者询价参与，或是作为网上投资者参与申购，亦或是作为战略投资者参与 CDR 发行；三是 CDR 发行前，通过股权形式入股潜在 CDR 发行标的，养老金、社保、险资等除了直接参与股权投资外，还可通过私募股权基金方式参与。

在当前我国外汇管理体制、机制下，人民币资本项目不可自由兑换，这将导致基础股票与 CDR 之间同股不同价的现象，这与 A 股和 B 股之间存在价差、A 股与 H 股之间存在价差相类似。在 CDR 与基础股票不互通的情况下，由于两个投资市场存在一定的“割裂”，导致不同市场的定价存在差异。

我们认为 CDR 的推行，可带来两种投资机会：

(1) 套利的机会：假设未来 CDR 与基础股票可兑换，且折溢价率过高的情形下，则有存在一定的套利机会，所对应的投资策略是通过做多一方的同时做空另一方来实现套利。当 CDR 人民币价格高而基础股票人民币价格低，则可以通过做空 CDR+做多基础股票实现套利；当 CDR 人民币价格低而基础股票人民币价格高，则可以通过做多 CDR+做空基础股票实现套利。以 A 股 X 公司折价发行 GDR 为例，假设 X 公司 GDR 发行日，A 股收盘价为 20 元/股，GDR 为 21 美元/份，GDR 兑换 A 股比例 10, 美元兑人民币中间价为 7；兑换日，A 股收盘价为 18 元/股，GDR 为 25 美元/份，美元兑人民币中间价为 7.2；可采取的套利投资策略是：GDR 发行日买入 X 公司 GDR 并卖出同等份额 X 公司 A 股，并在兑换当日通过跨境机构转换兑回 A 股卖出并买券还券，则录得的收益率在 30% 以上。

图表29：X 公司基础股票与 GDR 股价走势（假设值）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

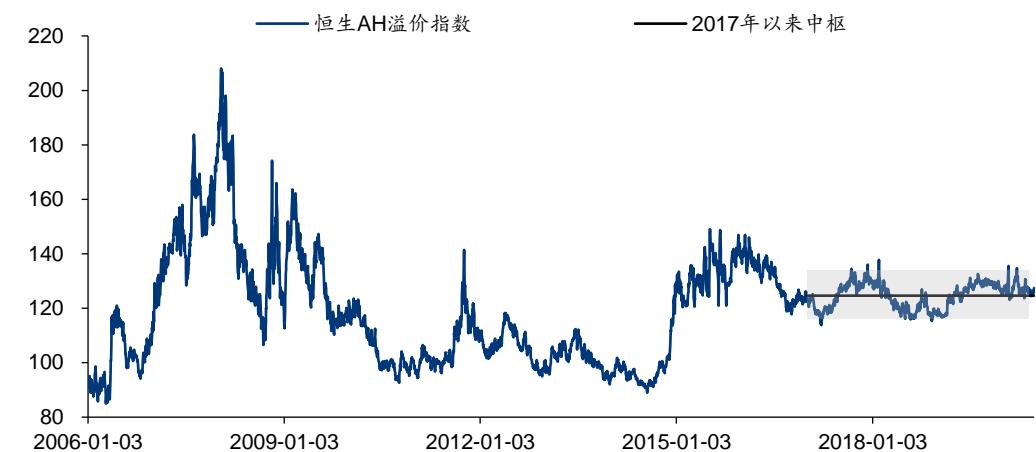
图表30：X 公司基础股票相对 GDR 溢价率变化（假设值）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

(2) 估值提升的机会：一般来说，科技型红筹企业回归，其估值将会有明显的提升，对应的基础股票也存在拔估值的情况，所对应的投资策略是在红筹宣布申请回归 A 股时可做多基础股票，回归后可做多硬科技 CDR。我们在 6 月 28 日发布的报告《从阿里京东回归路看中概投资机遇》中指出，中概股“北上”回 A 估值提升幅度中枢为 25%，参照“北上”A 股第二上市的红筹股先行者——中芯国际，其 5 月初公布将赴科创板上市后，股价跑赢国内晶圆代工次龙头华虹的幅度约 18%。

图表31：深股通开通以来恒生 AH 溢价指数在 115-135 区间内窄幅波动，中枢为 125



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

涉及公司列表

图表32：本文涉及公司列表

股票代码	股票简称	华泰评级	目标价区间(元)	股票代码	股票简称	华泰评级	目标价区间(元)
688981 CH	中芯国际	无评级	-	未上市	蚂蚁金服	无评级	-
300765 CH	新诺威	无评级	-	未上市	字节跳动	无评级	-
688016 CH	心脉医疗	无评级	-	未上市	阿里云	无评级	-
688111 CH	金山办公	无评级	-	未上市	滴滴出行	无评级	-
688100 CH	威胜信息	无评级	-	未上市	陆金所	无评级	-
300741 CH	华宝股份	无评级	-	未上市	京东数科	无评级	-
002558 CH	巨人网络	无评级	-	未上市	菜鸟网络	无评级	-
002624 CH	完美世界	买入	71.37~73.2	未上市	快手	无评级	-
601360 CH	三六零	无评级	-	未上市	大疆	无评级	-
603259 CH	药明康德	买入	133.01~143.53	未上市	比特大陆	无评级	-
300674 CH	宇信科技	增持	52.44~53.4	ULVR LN	联合利华	无评级	-
688008 CH	澜起科技	无评级	-	AZN LN	阿斯利康	无评级	-
688599 CH	天合光能	无评级	-	BHP LN	必和必拓集团公司	无评级	-
300759 CH	康龙化成	无评级	-	RDSB LN	荷兰皇家壳牌	无评级	-
603115 CH	海星股份	无评级	-	RIO LN	力拓公司	无评级	-
688158 CH	优刻得-W	无评级	-	GSK LN	葛兰素史克公司	无评级	-
688396 CH	华润微	无评级	-	HSBA LN	汇丰控股	无评级	-
1093 HK	石药集团	无评级	-	DGE LN	帝亚吉欧	无评级	-
待上市	九号智能	无评级	-	BATS LN	英美烟草	无评级	-
601628 CH	中国人寿	买入	38.72~42.59	BP/LN	BP 公司	无评级	-
600050 CH	中国联通	增持	6.81~7.41	RB/LN	利洁时	无评级	-
BABA US	阿里巴巴	无评级	-	VOD LN	沃达丰	无评级	-
700 HK	腾讯控股	无评级	-	REL LN	励讯集团	无评级	-
3690 HK	美团点评	无评级	-	NG/LN	英国国家电网	无评级	-
0941 HK	中国移动	无评级	-	PRU LN	保诚	无评级	-
PDD US	拼多多	无评级	-	LSE LN	伦敦证券交易所	无评级	-
JD US	京东集团	无评级	-	EXP LN	益博睿有限公司	无评级	-
NTES US	网易	无评级	-	AAL LN	英美公司	无评级	-
1810 HK	小米集团	无评级	-	GLEN LN	嘉能可	无评级	-
TAL US	好未来教育集团	无评级	-	CRH LN	CRH	无评级	-
BIDU US	百度	无评级	-	1347 HK	华虹半导体	无评级	-

资料来源：Wind、Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

我们认为，CDR 存在的主要风险在于：

一是，CDR 属于市场创新型产品，其未来的交易活跃程度、投资者认可度存在不确定性，CDR 价格与基础股票价格存在大幅偏离的可能性，存在一定的流动性风险、跨市场风险。目前我国的 CDR 处于推出阶段，还未出现相关产品进行发行上市，还不能确定其是否会受到投资者的认可，产品的交易活跃程度（流动性）和定价机制存在着不确定性。此外，CDR 如可转换，那么直接投资基础股票再转换也是参与方式之一，机制不完善的情况下存在套利机会，CDR 与基础股票存在大幅偏离的可能性，CDR 交易价格存在着剧烈波动的可能性。

二是，CDR 若可转换，未来可能引发巨额跨境资金转换，存在一定的外汇风险等。极端情形假设下，存在 CDR 与基础股票之间超大规模的单向转移风险，这将明显增加我国外汇市场风险。同时，当前人民币尚不能自由兑换，已存在一定掣肘。

三是，CDR 的违法违规等将涉及跨境执法，存在一定的跨境风险、法律风险，如国际上各区域现有法律体系的冲突风险。假设 CDR 发行公司、中介机构等在运作过程中出现财务造假、内幕交易、操纵市场等违法违规的行为，那么将涉及到违法违规行为处罚的司法管辖权问题，在当前跨境监管尚不完善的背景下，风险将进一步放大。

四是，CDR 持有者与持有基本股票的股东享有的权利可能会有一定差异，或存在权益受损的可能性。由于 CDR 的股票是以境外上市公司的基本股票为基础进行发行的，存托凭证需由存托公司代为发行。持有基本股票的境外股东直接享有投票权、知情权、分红权等权利，而境内的 CDR 持有者只是间接持有相关权利，其投票权、收益权等仅能根据《存托协议》的约定，通过存托机构间接行使。由于 CDR 持有者行使权利的流程更加复杂繁琐，且存在存托机构未能履行相关权利的可能性，导致 CDR 持有者的股东权利存在受损的可能性。

五是，CDR 发行企业经营风险。CDR 发行企业尤其是规模较小、目前无法盈利、无法分配利润等情形下的企业存在投入大、高风险、容易被市场颠覆等特征，经营风险相对较大。

六是，独角兽的估值存在偏高的可能性。目前的独角兽企业大多是新兴企业，处于快速的发展期，受到市场的热捧，导致“独角兽”们的估值存在偏高偏贵的可能性，难以明确定价，有可能变成“毒角兽”，导致投资者遭到损失。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本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。本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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张馨元本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日起 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1% 或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

—报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

—报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，
经营业务许可编号为：CRD# .298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司