



新华通讯社主管主办
中国证监会指定披露上市公司信息
中国保监会指定披露保险信息
中国银监会指定披露信托信息
新华网网址: http://www.xinhuanet.com



中国证券报微信号



中证公告快递App

中国证券报

CHINA SECURITIES JOURNAL

更多即时资讯请登录中证网 www.cs.com.cn ● ● 更多理财信息请登录金牛理财网 www.jnlc.com

A叠 / 新闻 56版
B叠 / 信息披露 92版
本期 148 版 总第 7071 期
2017年11月28日 星期二

中国证券报微博
http://t.qq.com/zgzbbs金牛理财网微信号
jinniulicai

卖方折价买方“卡壳” 花式卖壳年末斗法

临近岁末，上市公司卖“壳”方式逐渐增多：有拍卖式，也有仲裁式；有清仓式，也有分步式；有主动式，也有被动式。随着监管的从严，“壳”交易的暴利行情已出现转折。

A03



茅台七连跌背后 谁在出逃 谁在接盘

11月16日创出719.96元历史新高后，贵州茅台连跌七个交易日。多家机构认为，白酒行业复苏趋势不改，贵州茅台来年高增速几近确定。不过，在两融市场上，贵州茅台近几日从融资持续净流入变为净流出。

A09

“敲打”城商行 剑指隐性股东、股权代持等乱象 银监会：强监管是今后主基调

□本报记者 陈莹莹 实习记者 张行健

银监会副主席王兆星近日在2017年城商行年会上指出，作为银行业金融机构的重要一员，城商行群体一直坚持“服务地方经济、服务小微企业、服务城乡居民”的市场定位，整体实力显著增强。城商行近年来发展速度很快，业务结构发生较大变化，这里面既有应对宏观环境、行业竞争、自身局限做出的市场选择，也存在脱实向虚、期限错配、杠杆叠加、风险不断扩大等一系列问题。城商行要增强金融服务实体经济能力，守住不发生系统性金融风险的底线，推动深化改革，加快转型发展。尤其在股权管理上，必须落实穿透原则，提高股权透明度，规范隐性股东和股权代持现象。

王兆星在“敲打”城商行时称，银行业监管标准会越来越高，监管会越来越

严，对违规违法和不审慎经营行为的处罚也会加大。

银监会副主席曹宇表示，要充分认识到，治乱象防风险是长期的工作任务，强监管将是今后工作的主基调，既要关注信用风险、流动性风险、操作风险等普遍性风险，也要重视代理风险、洗钱风险等可能忽视的风险。

关注公司治理

银监会统计数据显示，截至10月末，城商行资产规模接近31万亿元。城商行已成为我国多层次金融体系中举足轻重的组成部分。

在本届城商行年会上，王兆星重点谈了城商行的公司治理问题。强化股权管理是城商行做好风险源头管控的重要环节。客观地讲，城商行公司治理不完善的问题

是相对比较突出的。从有的风险事件和案件来看，个别城商行公司治理有严重缺陷，尤其是当前外部环境不确定性增加，以往被高速增长所掩盖的问题水落石出。这既是一些金融乱象和金融风险的根源所在，也是制约部分城商行进一步转型升级的短板和软肋，还是影响城商行群体健康发展的主要因素。

有效的银行公司治理不能是简单追求利润和股东利益最大化，而应是各利益相关方积极参与的“共同治理”，既做到防范内部人控制，也要防止一股独大、外部人不当干预。

在股权管理上，必须落实穿透原则，提高股权透明度，规范隐性股东和股权代持现象。严格股东行为管理，规范股权质押、股份转让等行为，切实落实关联交易管理规定和管理程序，严防股东利益输送。(下转A02版)

王兆星提出三点要求：一是公司治理要坚持党的领导核心、政治核心地位，充分发挥党委在“把方向、谋战略、抓改革、促发展、控风险”等方面的作用。

二是强化“两会一层”的履职能力。城商行董事会、监事会、管理层要承担起管控风险的主要职责，充分把握银行业务模式、业务结构变化所带来的风险，不断改进全面风险管理战略和策略，提升内审覆盖面及其效能，进一步健全完善对董监事的履职评价体系，及时淘汰不具备履职能力、不作为、乱作为的董事、监事。

三是强化股权管理。城商行要争取地方政府支持，进一步优化股权结构，通过减持、增资扩股、扩大开放等方式，引进注重银行长远健康发展、资金实力雄厚、管理经验丰富、能带来协同效应的战略性股东，也欢迎依法合规的财务投资。(下转A02版)

颠覆估值老套路 券商资管打破刚兑进行时

□本报记者 杨光 刘夏村

债券市场曾风靡这样的估值“套路”：借助成本估值法平滑净值、掩盖风险甚至实现刚兑。券商资管是这一“套路”的资深玩家。不过，种种迹象显示，这种“套路”正在走向终结。

中国证券报记者从多家券商获悉，下半年以来，这些券商采取新老划断的模式，新发行的集合类债券产品估值全部采用市价法，而不是以往的成本法；新发行的定向资管计划则根据产品实际情况，尽可能采用市价法估值。

业内人士认为，券商资管变更估值方法与近期监管部门公布的“大资管新规”征求意见稿相关精神颇为一致。采用“市价法”生成公允的净值，有助于保护投资者利益，化解券商资管产品

中存在的刚兑难题。这也打破了券商资管委外的“红利”，与公募基金站在同一规则标准下比拼，未来更考验券商资管的主动管理能力。

老套路难再续

债券估值的“套路”由来已久。

业内人士介绍，债券的估值方法可分为两类，一是成本法，二是市价法。

成本法指的是，用买入时的成本加应付收益率进行估值，一般适用于买入持有到期策略。根据应付收益率的不同口径，成本法又分为买入成本法和摊余成本法。

市价法指的是，投资者在持券期间，每个估值日从市场或者第三方取得债券的估值价格，并将公允价值变动计入当日损益。

债券估值的“套路”在于，一些本

可以用市价法进行公允估值的固收类资管产品选用成本法记账，目的在于回避市场变化对产品净值带来的波动，使产品净值看起来更稳定甚至只涨不跌，因此深受银行等机构投资者青睐。

债券是券商资管重要的投资标的，券商资管亦是上述“套路”的使用者之一。不过，种种迹象显示，“套路”正在被打破。其中型券商资管高管透露，其所在券商的债券投资产品中，按照成本法估值的产品已有一段时间不发了。

多位券商资管相关人士也证实，下半年以来，其所在券商新发行的集合类债券产品全部采用市价法，而不是以往的成本法。对于新发行的定向资管计划，则根据产品实际情况尽可能采用市价法；对于用成本法估值的存量产品，按照新老划断的原则，维持现状。

打破刚性兑付

随着估值“套路”被颠覆，一些券商资管产品存在的估值不公允乃至刚性兑付的问题将得到化解。

多位券商资管人士指出，无法公允估值是券商资管集体变更估值方法的重要原因。采用成本法估值与市场波动关系不大，即便相关债券下跌，资管产品出现亏损，投资者仍可以按照买入时的成本加应付收益率赎回，无法体现产品的真实价格和风险，而这种价值的偏差将由后赎回或未赎回的投资者承担，显然不公平。更值得关注的是，利用成本估值法的特点，券商资管机构发行了不少报价型产品，即按照所谓业绩比较基准来兑付收益的产品，具有明显的刚性兑付特点。(下转A02版)

制图/刘海洋



上市公司回购大增 或藏价值投资信号

□本报记者 张晓琪

今年A股上市公司回购案例大增。Wind数据显示，截至11月27日，今年以来共有435家公司公布股票回购事项，较去年同期增加逾四倍。具体来看，被动式回购(以限制性股票的回购注销为主)在事项数量上居多，但主动式回购在金额上占明显优势。主动式回购尤其是因股价低估而发起的回购，往往被视为股价触底信号。但目前来看，主动式回购对股价提振效果明显分化，需结合基本面具体分析。有的公司回购后股价涨幅超过一倍，有的则跌破回购价。

业内人士指出，上市公司大股东通常比一般投资者更了解公司内部情况，主动式回购反映了大股东对公司和股价前景的信心。需要注意的是，只有当公司估值低于合理水平且公司有较好的发展前景时，回购行为才有较大的参考意义。

回购案例大增

Wind数据显示，11月以来共有86家上市公司发布股票回购公告。今年以来，A股公司股票回购案例大增，截至11月27日，共有435家公司公布回购事项，其中278家已完成。此前A股回购案例仅小幅增长，2015年前公布回购事项的公司仅60家，2015年为52家，2016年大幅增长至102家。

有的公司回购实属无奈，有的公司则是基于对市场判断主动为之。“从回购案例数量来看，限制性股票的回购注销居多，主要是因为股权激励计划没有达到解锁条件，按相关规定需注销相应的限制性股票。”深圳某私募机构投资总监表示。另一方面，今年A股区间震荡，上市公司主动式回购有所增加。有的公司认为股价被低估，回购后可提升每股收益水平；有的公司趁股价处于低位，将回购的股票作为“库藏股”保留，用于后续员工持股计划

或股权激励。

据中国证券报记者统计，今年公布的数百起股票回购中，大多是限制性股票的回购注销，回购股票金额上限平均为0.6亿元，明显小于主动式回购2.9亿元的平均值。Wind数据显示，今年回购金额排名前十的上市公司中，超过八家是主动式回购。

回购效果分化明显

“被动式股票回购一般对股价影响较小。相比之下，主动式回购更受投资者认可，尤其是股价被低估、通过回购股票提振市场的公司，其回购往往被视作触底信号或向上的积极指标，中长期可能带来具有吸引力的回报。”新富资本证券投资中心研究员孙霞指出。

不过，具体到上市公司，回购对股价的提振效果存在明显分化。例如，京东方A今年股份回购总金额高达2.26亿，据公开信息测算回购均价约为2.55元/股，目

前收盘价较回购价高出一倍。截至11月10日，泰豪科技耗资2.69亿元回购近2000万股，当前股价较每股13.45元/股的回购价下跌近20%。截至11月6日，金信诺回购100万股，成交均价为20.08元/股，当前股价较回购价下跌逾14%。

投资需看基本面

孙霞表示，根据国际经验，市场走软、价值显现时，主动式回购较频繁。当认为股价可能低于合理价值或预计未来将有积极因素支撑股价表现时，上市公司倾向于回购股票。不过，目前不少公司虽实施了回购，但股价仍处于低位，可见市场对回购概念比较理性。从投资角度看，回购只是判断公司价值的信号之一，投资者仍需注重公司的基本面研究。只有当估值低于合理价值且公司未来有比较好的发展前景时，公司的回购行为才有较大的参考意义。(下转A02版)

A02 财经要闻

苗伟：深化改革 助力西部金融中心建设

成都金融控股集团有限公司总经理苗伟在出席“2017天府金融论坛”期间接受本报记者专访时表示，集团作为成都市国有资本投资、运营公司试点企业，将深入实施“改革创新、转型升级”总体战略，进一步深化改革、突出主业、创新发展，为成都西部金融中心建设、打造西部经济核心增长极、建设现代化国际化大都市作出新的更大的贡献。

A04 海外财经

恒指打响三万点争夺战 机构发声“牛市不言顶”

昨日恒指失守3万点关口。分析人士认为，港股重心已升至3万点附近，上升动能仍较充沛。虽然恒指在该水平附近需要整固消化，短期波动或大幅增加，但多家机构看好港股上行空间，发声“牛市不言顶”。

A06 基金新闻

重仓股阶段性回调 明星基金平衡能力迎大考

近期A股白马蓝筹股回调，其中基金重仓板块回调幅度较大，特别是前三季度不少明星基金产品重仓的白酒、家电等板块。基金产品的平衡能力正在经受考验，有效应对回撤压力正成为现阶段基金管理人的当务之急。

A10 货币/债券

看上去很美 转债打新并非无风险

机构分析指出，尽管转债仍有一级打新行情，但配置价值可能有限。尤其在股市调整、转债供给加速的背景下，转债二级市场估值也出现明显调整。基于转债行情大概率随股市分化的预期，无论一级打新还是二级市场投资，择券都将是关键。



国内统一刊号:CN11-0207
邮发代号:1-175 国外代号:D1228
各地邮局均可订阅
北京 上海 广州 武汉 海口 成都 沈阳 西安
南京 长春 福州 长沙 重庆 深圳 济南 杭州
郑州 昆明 合肥 乌鲁木齐 南昌 石家庄
哈尔滨 大连 天津 无锡 合肥
地址:北京市宣武门西大街甲 97号
邮编:100037 电子邮件:zcb@zcb.com.cn
发行部电话:010-63070324
传真:63070321
本报监制电话:63072288
专用邮箱:ycjg@xinhua.cn
责任编辑:李若愚 版式总监:毕莉雅
图片编辑:刘海洋 版式编:马晓军