

上市資訊

2018年2月号（总第20期）

发行上市中心

2018年2月7日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【市场前沿】

A股IPO市场年度报告（2017）

【监管动态】

网络游戏行业研究及其信息披露的监管思考

【课题研究】

金融创新、债市结构性矛盾与流动性风险

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至1月31日，今年上交所IPO上市企业7家，募集资金79.68亿元，股票再融资企业42家，募集资金828.27亿元。

2、在会审核企业情况

截至1月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计459家。其中，上交所在审企业216家，深交所在审企业243家（中小板72家、创业板171家）。

3、新增IPO申报情况

截至1月31日，今年新增IPO申报企业共计4家，其中，上交所1家，深交所3家（中小板1家、创业板2家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至1月31日，本所2018年已完成公司债累计发行69只，发行金额800.74亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至1月31日，本所2018年已完成资产支持证券挂牌57只，发行金额1366.73亿元人民币、1.73亿美元。

3、债券上市情况

截至1月31日，本所各类债券挂牌数量已达10499只，比去年底增加113只，增幅1.09%；债券托管金额已达74230.56亿元，比去年底增加158.5亿元，增幅0.21%。

A股IPO市场年度报告（2017）¹

上交所资本市场研究所 王佳

一、2017年A股IPO市场总体概况

（一）发行数量与融资规模实现较大增长

2017年A股IPO发行与审核取得积极成效，新股发行数量与融资规模实现较大增长。2017年IPO家数436家，同比增加92%；IPO融资规模2301亿元，同比增加53.8%。从过去八年IPO家数看，2017年IPO数量位居第一，增幅较2010、2011年分别增加26%、55%（其中2012年10月至2014年1月由于IPO暂停发行，新股发行数量为零）。发行节奏上，呈前高后低态势，上半年获得IPO批文企业数量为225家，下半年发行节奏有所放缓，获得IPO批文的企业数量为176家，降幅为27.8%。

（二）上交所主板融资额占据IPO市场主导地位

自2015年以来，上交所主板IPO融资规模占比和融资家数占比双双持续扩大。IPO融资规模占比从2014年的46%上升至2017年的60%，增幅30%；IPO融资家数占比从2014年的34%上升至2017年的49%，增幅44%。

2017年沪市与深市IPO发行数量大致均衡，其中，主板IPO发行量为214家，中小板和创业板合计为222家。从各板块IPO

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

募资总额看，主板、中小板、创业板 IPO 融资额分别为 1376.5 亿元、402.6 亿元、521.8 亿元，主板融资额大于中小板与创业板之和。从各板块单只新股 IPO 募资额中位数看，主板、中小板、创业板分别为 4.22 亿元、3.32 亿元、2.67 亿元，主板单只新股融资能力强于中小板、创业板。

（三）新三板挂牌企业 IPO 数量快速增长

2017 年新三板挂牌企业 IPO 数快速增长。截至 2017 年 12 月 29 日，新三板挂牌企业已有 30 家转至交易所 IPO，其中本年度 IPO 的新三板挂牌企业有 18 家，较去年增加 17 家。此外，本年新增 368 家新三板企业进入 IPO 辅导期，较去年增加 80%。

从 IPO 首发受理情况看，截至 2017 年 12 月 29 日，共有 156 家新三板企业处于首发审核状态，其中，153 家处于正常审核阶段，3 家处于中止审查阶段。具体看，153 家排队企业中，61 家拟在主板上市、21 家拟在中小板上市、71 家拟在创业板上市。值得注意的是，2017 年四季度以来，IPO 审核趋严，加之“三类股东”问题正处于研究论证阶段，相关政策尚未明朗，导致 2017 年四季度新三板 IPO 增幅趋缓。

（四）IPO 服务实体经济、推动经济转型升级成效显著

2017 年 IPO 市场紧紧围绕服务实体经济和支持供给侧结构性改革，积极响应国家创新驱动发展战略，有效满足了实体经济融资需求。从行业角度看，13 大 IPO 行业分布中，制造业融资额和融资家数均位居第一，分别为 1644 亿元、331 家，较去

年分别增加 126%、123%；以文化、体育和娱乐业，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业为代表的新经济产业，也获得了 IPO 市场的有力支持，其融资额分别为 87 亿元、85 亿元、62 亿元。此外，新上市的公司中高新技术企业占比超 80%，反映了资本市场优化资源配置、服务实体经济、培育经济新动能成效显著。

（五）粤浙苏三地 IPO 聚集效应进一步加强

从 2017 年各地区 IPO 分布看，广东、浙江、江苏依然延续去年的主导地位，且聚集效应有所强化。上述三省 IPO 家数合计为 250 家，占比 57.3%，较去年增加 5.1%；IPO 融资额合计 1311 亿，占比 57%，较去年增加 12.4%，IPO 企业的地区分布较好地反映了我国区域经济体量、结构、活力和市场化程度。从沪深交易所 IPO 来源地分布看，两所基本在传统优势区域维系了固有格局。上交所前四大 IPO 来源地分别为浙江、江苏、上海、广东；深交所前四大分别为广东、江苏、浙江、湖南。

（六）IPO 助力贫困地区企业做优做强

近年来，资本市场支持贫困地区企业利用多层次资本市场融资，对符合条件的注册地在贫困地区的企业 IPO，适用“即报即审、审过即发”优惠政策，为全面建成小康社会提供有力资本市场支撑。2017 年以来，已有盘龙药业、庄园牧场、森霸股份、嘉泽新能、卫信康、集友股份等 6 家注册地在贫困地区的企业实现首发上市，较去年增加 20%。此外，有 2 家已通过发审会，

9 家处于首发待审阶段，62 家企业进入上市辅导备案阶段。

（七）IPO 审核趋严，审核重点有所转变

2017 年证监会发审委全年共审核 498 家首发上市申请，其中 380 家审核通过，86 家审核未通过，10 家取消审核，22 家暂缓表决，整体 IPO 通过率 76.3%，较去年下降 13.5%。从审核未通过原因看，主要集中在财务与会计、主体资格、规范运行等问题上，占 IPO 审核未通过比重分别为 60%、18%、14%。

财务与会计方面，2017 年发审委加强了对发行人会计基础工作规范、盈利能力稳定性与持续性的审核，两者合计占财务与会计方面审核未通过意见数的 42%。此外，公允反映发行人财务状况、经营成果和现金流量、关联交易、收入确认合理性与真实性也是重点关注的领域，分别占 16.8%、14.8%、11.7%。

在主体资格方面，着重对发行人股权清晰与稳定性、生产经营合法合规性、是否存在压低员工薪酬、股权转让合规性与合理性等方面进行审核。

在规范运行方面，今年 IPO 审核的一大变化是高度重视发行人内部控制制度建设，重点考察发行人内控制度是否健全且被有效执行，要求发行人对销货及收款、采购及付款、货币资金管理、关联交易等重点环节的内控制度设计及执行情况进行说明。此外，对是否存在商业贿赂、是否存在资金被控股股东、实际控制人占用等方面也加强了审核。

二、2017 年 A 股市场新股发行与上市分析

（一）IPO 发行节奏稳中有进，相机调控不断增强

2017 年 1 月至 12 月，证监会共核发 49 批 IPO 批文，401 家企业首发申请获核准，合计筹资 2186 亿。从每月 IPO 核发批文数看，既保持了稳中有进，又根据二级市场情况适时微调，着力维护市场稳定。一季度与三季度，二级市场稳中有升，IPO 发行节奏有所加快；二季度与四季度，二级市场出现阶段性回调，IPO 批文数与核准融资额也相应降低。11 月以来，证监会核发 IPO 批文的节奏相比 9 至 10 月每周 8—9 家的速度显著放缓，基本维持在每周 5 家左右的水平，融资规模也有所降低。

（二）新股涨停天数有所减少，中签收益回归理性

2017 年 IPO 保持常态化发行，新股供应量较去年增幅较大，加之对题材股炒作的从严监管，新股上市后“一字板”个数趋于减少。2017 年 2—7 月，单月新股“连板”的平均数总体下降，前 11 个月，首发新股连续涨停板数平均为 9.47 个，较 2016 年下降 43%；涨停板期间平均收益率为 2.69 倍，较去年下降 33.7%。

从新股中签收益月度分布看，1—3 月及 8—10 月新股收益较好，每中一签新股平均可获利 2.63 万；4—7 月及 11—12 月，受二级市场回调影响，新股开板速度加快，部分新股在 3 个连续一字板后就开板，中签收益有所下滑。

（三）网下申购门槛大幅提高，影响效果差异明显

2016 年下半年以来，大量个人投资者参与新股网下申购，并于当年 7 月首次超越公募基金及社保基金网下参与率，此后，

个人投资者网下参与率继续上涨，于 2017 年 1 月达到峰值，网下参与率高达 57.4%。随着新股网下申购市值门槛大幅提升对个人投资者“挤出效应”显现，个人投资者网下参与率总体下滑。与此同时，其他机构投资者网下参与率总体呈上升趋势；公募基金、养老金和社保基金，企业年金和保险资金则变化不大。

随着单只新股网下申购所需市值门槛由 2016 年平均 2000 万，上升至 2017 年平均 5500 万，也影响着各类投资者网下配售获配比例。其中，公募基金、养老金和社保基金受益较多，由 2016 年 9 月的 41% 上升至 2017 年 12 月 52.6%；其他机构投资者获配比例也有所提高，由今年 1 月的 7.6% 上升至 12 月的 10.7%；个人投资者影响较大，获配比例由 2016 年 9 月的 33% 下降至 2017 年 12 月的 23.6%。

（四）IPO 审核周期大幅缩短，市场预期进一步明确

2017 年，IPO 企业从申请受理到上市，平均审核周期 1 年 3 个月左右，较之前需 3 年大幅缩短，市场可预期性增强。特别今年四季度上市新股，从申请受理到上会，平均审核周期较前三季度进一步缩短，为 14.7 个月，较去年提速了约 315 天。

三、2018 年 A 股 IPO 市场展望

（一）IPO 发行常态化将继续稳步推进

今年以来，监管层把防控风险放在更加重要的位置，坚持“依法、全面、从严”监管，主动出击整治金融乱象，严厉打击各类投机炒作行为，为 IPO 发行常态化奠定了良好的市场环境。

股票发行审核流程进一步优化，首发审核严格把关，现场检查力度显著增强，审核效率不断提高，为 2018 年继续稳步推进新股发行常态化创造了积极条件。

首先，IPO 审核工作节奏有条不紊，在审企业家数持续减少，预计到 2018 年底，IPO 在审企业将主要为 2017 年下半年至 2018 年当年新受理企业。其次，审核周期大幅缩短，存量企业 IPO 排队时间大为提速，乐观估计，2018 年 IPO 企业从申请受理到完成上市有望提升至 1 年左右，届时 IPO 将成为支持实体经济发展的“源头活水”。最后，IPO 审核效率不断提高，尤其是证监会 2017 年 12 月 7 日发布的《发行监管问答——首次公开发行股票申请审核过程中有关中止审查等事项的要求》，明确了发行人首发申请受理至过会期间，触发中止审查的八种情形，进一步扫清了 IPO 排队企业的“效率拖沓”障碍。

（二）IPO“堰塞湖”问题将切实缓解

首先，2017 年已审结 IPO 数量达历史最好水平。2016 年 12 月 30 日，IPO 正常审核状态的企业共 681 家，经过一年审核，393 家企业通过发审会，IPO 被否 72 家，终止审查 101 家，已反馈 54 家，预先披露更新 51 家，中止审查 4 家，暂缓表决 3 家，已受理 3 家，IPO 审结率高达 83%。

其次，IPO 审核节奏稳步推进，在审企业家数显著减少。IPO 在审企业数量已由历史最高点的 2016 年 6 月底 895 家，下降到 2017 年 12 月 29 日的 519 家，其中有 410 家是 2017 年新

受理的申报企业，IPO 新受理率高达 79%。

从各交易所新增报会企业看，上交所新增报会企业 178 家，深交所新增 232 家（中小板 55 家，创业板 177 家）。从在会审核企业看，上交所在会 241 家，深交所在会 278 家。

基于 2017 年 IPO 发行节奏，我们预计 2018 年将继续推进新股发行常态化，着力平衡发行节奏和力度，进一步严把 IPO 审核质量关，在提高直接融资比重与维护市场稳定方面做好统筹，总体发行规模基本在低速发行节奏与常态发行节奏间波动。

（三）IPO 支持经济高质量发展将扎实推进

我国经济发展进入新时代，其基本特征是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。当前和今后一个时期，资本市场将牢牢把握高质量发展的根本要求，贯彻落实新发展理念。

当前，我国 IPO 市场建设不断加快，市场规模不断壮大，服务实体经济、促进科技创新能力显著增强，但结构性短板依然存在，突出表现为对新经济、新业态、新产业、新模式等新兴产业的支持力度有待加强，对新兴产业服务的广度和深度有待完善。为更好推动中国制造向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、制造大国向制造强国转变，IPO 将从制度设计、服务效能等方面为新兴产业发展注入动力，在完善新兴产业投融资体系、提高新兴产业发行上市包容性、推动新兴产业资本形成、拓宽新兴产业服务覆盖面等方面持续发力，更好肩负资本市场支持经济高质量发展的使命。（摘编：张冯彬）

【监管动态】

网络游戏行业研究及其信息披露的监管思考²

上交所上市公司监管一部 许鹭嘉 曹璐

一、游戏行业现状分析

我国游戏行业从 20 世纪 80 年代至今，经历了单机、固定端到网络、移动互联的变迁。具体发展：1990 年至 1994 年以《魂斗罗》《超级玛丽》等为代表的红白机时代；1994 年至 2001 年以《魔兽争霸》《仙剑奇侠传》等为代表的 PC 客户端单机时代；2001 年至 2008 年以多人在线角色扮演（MMORPG）为代表的网络游戏（PC+网页）时代及目前移动游戏占据主流的移动互联网时代。总体来说，游戏行业主要呈现以下特征。

（一）游戏行业从高速增长期进入渐趋稳定的平台期

近年来，我国游戏行业市场规模持续扩大，由 2008 年的 185.6 亿扩张至 2016 年的 1655.7 亿，超越美国成为世界上最大的游戏行业市场，且每年保持 20%-30% 增长。这主要得益于两个方面：一是光纤网络、移动 4G 网络及智能手机的全面普及，引领游戏行业步入网络化时代，带来游戏行业的爆发式增长；二是生活水平快速提升使得人们对娱乐产品需求旺盛，为游戏行业储备了庞大的客户群体。但是，在绝对规模持续扩张的同时，游戏产业规模增速却在 2013 年、2014 年到达拐点，由此

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

前 35% 以上的稳定增长率下降 20% 上下。这主要是由于游戏用户规模在经历爆发式的增长后，人口红利逐步消退，用户规模几乎到天花板。2013 年以前，我国游戏用户年增长率持续保持在 20% 以上的高位，但是 2014 至 2016 年的增长率分别为 4.6%、3.3% 和 5.9%，呈现断崖式下降。

由此可见，游戏行业在经历高速增长后，目前将进入渐趋稳定的平台期。游戏市场将从早期以量取胜逐步过渡到以质取胜，针对存量用户的精细化运营，通过提升品质及交互体验吸引用户，激发用户付费意愿，将成为行业的关键竞争点。

（二）游戏行业细分市场发展逐渐明朗，移动游戏成主流

目前，游戏行业已全面进入互联网时代，主要包括客户端游戏（端游）、网页游戏（页游）及移动游戏（手游）三个细分领域。在网络游戏整体规模增长的同时，各细分市场却呈现结构性差异。具体来讲，2016 年我国端游、页游市场规模均出现下滑，同年手游市场同比增长 59%，虽较 2015 年增速放缓，但仍处高速成长期。2013 年开始，端游和页游市场份额明显下降，手游迅速上升。2016 年我国手游市场规模达 819 亿，首次超过端游的 583 亿成为业内第一。手游市场份额占比逐年提高，在三个细分领域里增速最快，将成为网络游戏市场未来主增长点。

（三）端游页游市场集中度相对较高，手游市场形成渠道控制，挤压中小公司发展空间

从网络游戏三个细分市场来看，端游市场是三市场中准入

门槛最高的细分市场，头部企业占据近 80% 市场；网页游戏目前已发展到较稳定阶段，高昂的渠道推广成本提高了市场准入门槛，整个市场集中在中等企业；手游市场，近年资本大量引入，带动移动游戏爆发式增长同时，不可避免催生泡沫，众多小创团队出现，但是产品同质化严重，市场供过于求，形成了“渠道控制市场”的局面。我国手游发行商市场份额中，腾讯、网易占比近 80%，渠道控制状态导致中小公司研发分成减少、代理金不足，尤其在研运一体化趋势下，小团队盈利压力持续增大。即便如此，相较于端游和页游，手游领域门槛、成本相对低，更替节奏快，优秀的中小团队仍存在一定发展空间。

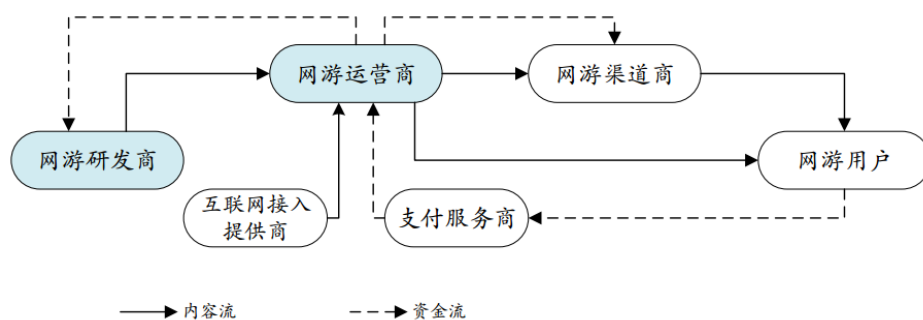
（四）游戏自主研发实力增强，海外市场成为我国游戏行业发展新机遇

据相关数据统计，我国自主研发网络游戏市场实际销售收入逐年增长，已从 2008 年的 110.1 亿元增至 2016 年的 1182.5 亿元，年均增长率达到 122%，研发实力整体增强。2016 年中国企业自主研发网络游戏海外市场实际销售收入为 73.2 亿美元，其中自主研发移动网络游戏海外市场实际销售收入 46.5 亿美元，同比增长 76.3%，较国内移动游戏行业增速更快。2016 年中国移动游戏海外收入占全球移动游戏市场（除中国）的占比达到 19%，随着国内游戏市场竞争日趋激烈、游戏研发实力逐步提升，积极开拓国外潜力市场将成为必然选择。

二、游戏行业产业链及产品生命周期分析

近年来，我国游戏产业不断优化资源配置，逐步形成了研发、运营和渠道的完整产业链。具体如下：

（一）网络游戏行业产业链



研发位于产业链的前端环节，网络游戏品质是决定营销的重要基础。游戏研发主要包括游戏的制作、构架和研发，处于产业链的前端环节。通常，系列游戏产品所带来的收入较为稳定。此外，由于研发到运营环节的商业模式简洁，不涉及复杂的分成，研发商成本主要是人员团队工资，因而毛利率较高。

游戏运营商链接研发及渠道，处于产业链的中间环节。游戏运营商主要负责网络游戏的营销、游戏平台的搭建、运行、维护、客户管理服务等工作。通常情况下，成熟的游戏运营商会同时代理运营多款游戏产品，对接多家分发渠道，分发分成的话语权不大，毛利率相对低于研发商。目前许多强势研发商已采取自主运营的模式，纯游戏运营商的利润空间进一步受限。

游戏渠道商位于产业链后端，直接触及终端用户创造收入。各类游戏通过分发渠道实际触及终端用户，在为用户创造快乐的同时，经由支付渠道收取用户付费，是整个产业链中风险最小的环节，并在大额流水中赚取了稳定利润。

（二）产品生命周期

游戏产品的生命周期指一款游戏从投放市场到最终退出市场的整个过程。一款游戏投放市场后，通常要经历引入期、成长期、成熟期、衰退期几个阶段。在网络游戏市场中，端游的平均生命周期为 3-5 年，对于大部分手游和页游而言，生命周期大概是 3-5 个月。不同种类游戏产品的生命周期主要呈现以下特点：（1）端游相比页游或手游，具有产品生命周期长，游戏玩家忠诚度高，游戏收入持久且稳定等特点。（2）页游生命周期较短，各游戏企业的市场收入稳定性差。为了获得长期、持续的市场销售收入，企业只得纷纷提高页游输出速度，形成了产品过剩的恶性循环。（3）手游的生命周期则呈现两级分化的趋势。一方面，产品类型重度化持续加深，MMORPG 等端游向玩法全面爆发，中重度手游生命周期长、收入潜力大；另一方面，大量轻度手游虽然在短时间内获取了海量用户，但在几个月后人气快速下降，生命周期十分有限。

三、沪市游戏行业上市公司经营情况及特点

Wind 数据显示，截至 2017 年 12 月 15 日，沪市游戏公司共有 4 家，分别是吉比特、电魂网络、游久游戏、富控互动，深市游戏行业上市公司为 17 家。沪市游戏公司股本规模整体较小，总股本均值仅为 4.30 亿股，大幅低于沪深两市游戏公司总股本均值 10.04 亿股；市值规模方面，沪市游戏公司平均总市值为 98.33 亿，同期沪深两市游戏公司平均总市值为 190.92 亿。

（一）行业整体盈利水平较高，研发商毛利率尤为抢眼

2014 至 2016 年，沪市游戏公司平均净利率分别为 27.54%、27.35% 和 37.65%；平均销售毛利率分别为 60.02%、64.07% 和 70.34%。据 2017 年三季报，沪市游戏公司平均净利率为 49.41%，同期沪深游戏公司净利率均值 32.01%；沪市游戏公司三季度平均销售毛利率 83.34%，领先于沪深两市游戏公司的均值 67.57%。

究其原因，主要沪市游戏公司以研发为主、自主运营较少，成本相对较低，因此毛利更高。例如沪市公司吉比特和电魂网络，以游戏研发为主营业务，虽兼营游戏运营业务，但发展较晚、业务量较小，游戏运营对公司营收和利润的贡献度较低，两公司 2014-2016 年的销售毛利率分别保持在 95% 和 92% 以上。

（二）沪市游戏公司研发、运营能力距“一体化”有距离

近年来，以腾讯、网易为首的游戏行业龙头已很少将自研热门游戏委外运营，通过协调提升研发和运营水平，实现热门游戏自研自营，基本完成了“研运一体化”战略布局。反观沪市游戏公司，大多呈现研发、运营能力不匹配的两大态势：

一类为研发实力强大但运营能力不足，如吉比特与电魂网络。吉比特的核心业务为游戏研发，其主打产品为《问道》及其衍生游戏，在 2016 年之前，公司自研游戏以委外运营为主。2016 年以后，吉比特上线《问道》手游，转变为自研自营，委外运营收入占比方有所下降。电魂网络绝大部分收入由游戏研发支撑，公司称 2017 年下半年上线若干代理游戏，业绩未知。

另一类为运营较强但研发偏弱，如游久游戏。游久游戏拥有游龙腾、上海紫钥等实力较强的游戏运营子公司，游戏储备较为丰富，深耕手游细分市场。公司拥有大型游戏门户网站游久网，集游戏资讯提供、行业动态追踪和精品赛事报道等功能为一体。相较之下，公司游戏研发能力较为薄弱，自研产品稀少，市场反响和业绩平平。

沪市游戏公司研发和运营能力发展不均衡的特点，将限制企业的市场竞争力。对于研发强运营弱的游戏公司，利润分成话语权局限；对于运营强研发弱的游戏公司，精品游戏的运营权获取难度将逐步加大，将陷入“巧妇难为无米之炊”的困境。

（三）主打游戏为端游或中重度手游公司收入来源较单一

根据主打游戏类型划分，沪市游戏公司主要分为两类：一类是主打游戏为端游或中重度手游的，如吉比特《问道》、电魂网络《梦三国》等；一类是主打游戏为轻度手游的，如游久游戏。第一类公司主要收入均高度依赖于其主打端游及其改编的中重度手游，收入来源较单一；第二类公司的收入来源可谓“多点开花”，坐拥多款热门轻度手游，从中分别获取相对均衡收入。

上述情形的出现主要缘于端游具有开发周期长、难度大及需要持续投入大量研发资金的特点。一款优秀的端游大约需要2-5年的研发周期，期间需要稳定的研发团队和大量持续投入的研发资金，后期依然需要耗费大量人力财力保持游戏对玩家的吸引力，延长游戏生命周期。热门端游改编的中重度手游，核

心玩法基本移植于原端游，研发及后期维护更新的工程量基本与端游无异。一般游戏企业没有能力和资金同时研发及服务多款精品端游及其改编手游。相比之下，轻度手游和页游开发难度较小、周期较短，所需的研发团队规模和资金量亦相对较小。

（四）部分沪市游戏公司主打产品生命周期进入衰退期

主打游戏为端游或中重度手游的沪市游戏公司，通过多年耕耘获取了大量游戏玩家，赚取了可观且持续的利润。由于外部竞争激烈，发行时间较长的端游及其改编手游的日新增用户量（DNU）、月活跃用户量（DAU）和每用户平均收入（ARPU）大多会逐步趋弱，客观上进入了生命周期的衰退阶段。

（五）新游戏产品未来盈利能力具有不确定性

近三年看，沪市游戏公司产品研发、营销推广投入较大，新游戏并未对公司收益产生明显促进作用。从收入构成看，较大研发投入和推广费用并未给公司新游戏收入带来明显增长。

四、相关监管思考及建议

游戏行业属于新兴行业，其运营模式、盈利模式、消费模式与传统产业存在明显差别，具有独特性；同时，由于其资产轻、技术高、增长快，从投资偏好上，也容易成为跟风炒作的对象。日常监管中，应关注如下方面。

（一）强化行业信息披露要求

行业风险方面，关注公司的知识产权风险、单一游戏依赖风险、游戏产品生命周期风险、新游戏开发和运营失败风险、

游戏平台吸引力下降风险等风险揭示是否到位。同时，可定期关注 Appannie 游戏排名、App Store 用户评分等数据，大致把握公司主打游戏的生命周期状态。产品运营方面，关注主要游戏的运营数据披露是否完整及其变化情况，是否出现重大变化及对公司影响。财务数据方面，关注公司不同游戏收费方式及公司承担的义务和风险，是否与收入确认、成本结转方法相匹配；关注存货及无形资产余额前五名游戏的余额及占比，以及存货结转和无形资产摊销方法是否符合会计准则相关规定等。

（二）加强预警预判，防范二级市场炒作

对于涉及市场热点题材的信息披露，要提高警惕，预研预判，快速反应。可从以下方面着手：一是及早熟悉公司情况，加强对风险事项的预警预判；二是持续跟踪游戏行业动态、公司新闻等信息，快速反应，督促公司实时披露、澄清对投资者决策具有重大影响的信息；三是对于股价异动频繁等情形，强化与市场监察部、地方证监局的监管协作，发现重大违法违规线索的，及时提交稽查。例如，某游戏公司 2017 年 6 月 6 日发布与 360 全资子公司签署战略合作协议公告后，8 个交易日股价累计涨幅达 53.49%，换手率高达 80.90%。鉴于披露不够充分，监管上及时发出问询函，就本次合作事项与公司主业的关联度、必要性，合作方背景及具体业务定位、在游戏研发及内容提供方面所具备的资源和优势，拟采取的经营模式和盈利模式，是否进行可行性分析论证及可能面临的政策和市场风险等

进行关注。公司披露回复公告后，股价开始调整回落。

（三）适时制定游戏行业信息披露指引

目前，沪市公司中从事网络游戏业务的已有4家，随着互联网对传统行业的渗透，后续相关企业数量将会增多。现有的信息披露规则难以充分反映游戏行业公司在业务模式、盈利方式、财务数据等方面的独特行业特点，有必要认真总结从事网络游戏业务公司的共性特点，制定相关披露指引。

网络游戏行业指引在披露要求上应当有以下特色：一是考虑到游戏公司的经营特点，明确要求在年度和半年度报告中披露主要游戏的经营情况，包括用户数量、活跃用户数、付费用户数、ARPU值、充值流水等；二是由于游戏的研发及推广费用的会计处理对公司净利润影响较大，要求在年度和半年度报告中披露推广营销费用以及存货和无形资产情况；三是考虑到单款游戏的经营情况对公司的影响较大，明确新游戏上线后及主要游戏运营数据发生较大变化的披露要求。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

金融创新、债市结构性矛盾与流动性风险³

上交所资本市场研究所 张运才

一、金融创新与债券市场结构性矛盾

近年来，我国金融创新加快，使得银行、证券、保险、信托在产品层面上实现了大规模的混业经营，大大便利了金融机构的监管套利，但也加剧了金融风险。长期以来，我国是银行主导的金融体系，正确处理金融创新中银行与证券市场进而金融市场的关系，是我国金融稳定与发展的关键所在。此处重点分析银行资金与债券市场的关系、银行理财产品与同业存单。

（一）同业存单

同业存单近年来扩张迅猛，2015年，同业存单发行量突破5万亿，占债券发行额的22.87%，超过地方政府债（16.53%），成为债券市场发行的第一大品种。2016年，同业存单发行再创新高，突破10万亿，高达13万亿，占债券发行额的35.87%，遥遥领先于居于第二位的地方政府债（16.63%）。同业存单净融资同样迅猛增加：2014年其净融资额还仅为5665.3亿，占债券净融资的比重为9.21%；2015年就突破2万亿，比重大幅提高至18.96%，成为仅次于地方政府债净融资的债券品种；2016年又突破3万亿大关，占债券净融资的比重进一步提高至

³ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

20.24%，仍然仅次于地方政府债。在金融机构债发行与净融资中，同业存单更是占绝对比重。

同业存单发行在不同类型的银行间也存在失衡。五大国有银行同业存单发行规模较小，股份制银行、城商行占了绝对比重，农商行规模也迅速增加。截至 2017 年 9 月 30 日，同业存单存量为 81453.6 亿，其中，国有商业银行 1183.7 亿、股份制商业银行 33782 亿、城商行 37670.5 亿、农商行为 9906.6 亿，可见绝大部分亦集中于股份制银行与城商行。

截至 2017 年 9 月末，同业存单的持有者中，以非法人类产品占比最高，约为 45.93%，商业银行与政策性银行占比合计约为 41%，非银行金融机构占比约为 11%。此外，信用合作社也是同业存单的净持有者，原因在于，它们能够以较低成本获得农村存款，购买更高收益率的同业存单，可以赚取息差。股份制银行与城商行是同业存单的净融资方，五大行则是主要的资金融出方。原因不外有二：大行在吸收存款方面更具优势；中小行在经营战略上更为激进，更想通过主动负债以扩展业务。

（二）银行理财产品

2013 年后，同业存单狂飙突进，银行理财产品更是实现了跨越式发展。银行理财产品主要为表外的非保本型理财产品，以封闭性、非净值产品为主。2013 年初，银行理财产品余额尚不足 8 万亿，到 2017 年初已高达 30 万亿。理财产品发行期限同样以短期为主，3 个月以下占绝对。自 2015 年 3 月起，全国

性股份制商业银行理财余额就开始超过国有大型商业银行。

随着 2014-2016 年债券市场的走牛及 2013 年监管层对“非标”的整治、2015 年股市异常波动，银行理财资金不断加大对债券的配置比例。2016 年 6 月，银行理财余额为 26.39 亿元，其中债券配置占比为 40.42%。

银行理财产品与同业存单的狂飙突进加剧了债券市场的结构性矛盾：其一，二者发行期限较短，“以短搏长”的倾向易引发流动性危机。其二，银行理财虽多为非保本产品，但仍存在刚性兑付问题，同业存单更是商业银行的债务型融资工具，二者投资债券市场实际上加大了债券市场的杠杆。其三，银行理财产品与同业存单日益表现出中小商业银行主导的特征，而中小商业银行的流动性相对短缺。短久期、高杠杆、中小商业银行主导的三个特点决定了银行理财产品与同业存单易引发债券市场的波动，这也正是 2016 年第 4 季度后中国债券收益率上行幅度远远超过发达国家上行幅度的重要原因。

二、债券市场结构性矛盾与金融市场波动

2016 年 10 月-2016 年 12 月初，经济企稳回升迹象逐渐明显，叠加“特朗普冲击”，使国债收益率大幅上行，正式揭开债券熊市的序幕。2016 年 10 月后，PPI 同比增长率转负为正，不仅一举结束长达数年的负增长之势，还开始大幅上行。与此同时，PMI 指数也站稳荣枯分水线之上，并呈上升势头。这些都表明经济至少在短周期内企稳回升，且预期通胀压力抬头，使

国债收益率也开始上行。而且，2016年10月，美国总统大选期间，候选人特朗普承诺将实行大规模的减税与财政刺激政策，随着特朗普胜出，市场预期其政策将会进一步刺激美国的经济增长与通货膨胀率，从而推动美国经济进而全球经济的复苏。

2016年12月中旬，中央经济工作会议提出“货币政策要保持稳健中性”，且明确提出“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”。在稳健中性的货币政策及严监管的政策环境下，债券市场开始走向漫漫熊途。这使得国债收益率再次大幅上行。随后在央行维持市场流动性稳定货币政策下，国债收益率又有所回落。但2016年末美联储再次加息，人民币贬值压力加大，人民银行货币政策也正式转向为“稳健中性”，这些因素使10年期国债收益率再次大幅上行。

2017年之后，人民银行“稳健中性”的货币政策变得严肃认真起来。2017年3月末起，银监会开始在银行业金融机构开展轰轰烈烈的“三违反”（违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章）、“三套利”（监管套利、空转套利、关联套利）及“四不当”（不当创新、不当交易、不当激励、不当收费）专项整治工作，严格金融监管，力促金融降杠杆。由于债券市场杠杆率较高，且中小商业银行通过同业存单、理财产品等加杠杆的行为又加剧了债券市场的结构性矛盾，人民银行阶段性的“缩表”叠加银监会的强力监管政策便导致债券市场收益率大幅上行。

2017年10月，中国10年期国债收益率更是大幅上行近40个BP，逼近4.0%¹，其中的原因主要有：其一，10月美联储正式开始“缩表”，特朗普减税政策也取得重大进展。与此同时，IMF也调高了全球经济增长预期。其二，市场普遍预期下半年中国经济增速下滑，但统计数据显示，经济增速保持平稳，引发市场的连锁反应。其三，9月30日，人民银行曾决定自2018年起对普惠金融领域贷款达到一定标准的金融机构实施定向降准政策。但据测算远非一次普遍降准，这打破了市场预期的央行货币政策转向的预期。这几个因素导致了债券市场在貌似没有明显利空因素的情况下的暴跌，实际上更深刻反映出了一致性预期落空下债券市场的结构性矛盾。

三、正确处理金融创新与金融稳定的关系

概言之，银行理财产品与同业存单存在监管套利、多层嵌套、刚性兑付等问题，提高了债券市场杠杆率，加剧了债券市场的结构性矛盾。除此之外，信托公司、证券公司资管计划、基金及其子公司资管计划等也蓬勃发展，进一步加快了产品层面的混业经营，增加了除银行信贷之外的社会信用供给，使我国货币政策实施效果受到挑战。我国政府也逐渐认识到这一问题，2016年开始便加强金融监管，2017年更是厉行监管。

2016年起，人民银行正式将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系（MPA）。MPA的总体目标是从以往盯住狭义贷款转为对广义信贷实施宏观审慎管理，通过一整套评

估指标，构建以逆周期调节为核心、依系统重要性程度差别考量的宏观审慎评估体系。MPA 的指标体系包括资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险和信贷政策执行七个方面。

除央行加强宏观审慎考核外，我国监管的统一性、协调性及微观审慎监管也在不断加强。2016 年中央经济工作会议正式揭开中国强化金融监管的序幕，2017 年 3 月后，银监会强化银行业监管，大力整治银行乱象。2017 年 7 月，全国金融工作会议召开，提出金融工作紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务。2017 年 11 月，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，力求规范资金池、强化资本和准备金计提要求、打破刚性兑付、统一负债要求、消除多层嵌套和通道等，进一步强化金融监管。

通过回顾近年金融创新与监管政策，我们可得到如下启示：

第一，当前强监管态势将长期维持，并将不断完善。第二，要正确处理好金融创新与金融监管关系，金融创新应以服务实体经济、强化风险管理为根本目标，监管层要及时跟进。第三，要正确处理金融创新中银行与证券市场的关系，避免大量不受监管的银行资金进入证券市场，对证券价格造成冲击。第四，在继续坚定不移推动金融去杠杆同时，要注意协调去杠杆与市场流动性关系，保持市场流动性的基本稳定。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市中心

联系人: 谢笑

电话: 021-68828602

邮箱: xxie@sse.com.cn

地址: 上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编: 200120

传真: 68801288

送: 各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构