



中国 A 股市场除具有“政策式”的明显特征外，一直是典型的“消息市”。多年来，通过满天飞的传言而进行的各种内幕交易在资本市场屡见不鲜。

日前，证监会铁腕查处了一起公募基金内幕交易“窝案”，引发行业震动。因几年前的内幕交易，有 6 家公募基金基金公司陆续收到证监会的行政处罚事先告知书，分别为易方达、嘉实、交银施罗德、华宝基金、景顺长城和天元顺安。这 6 家公募基金公司在 113 家公募基金基金管理公司中并非平平之辈，嘉实、易方达均是行业领先公司，管理规模在业内名列前茅；另 4 家均有外资背景，在合资公募基金中也小有名气。其中，易方达、嘉实、交银施罗德、华宝基金、景顺长城这五家公募基金基金管理公司均因为其交易同一家上市公司关联，被视为机构涉嫌构成内幕交易行为。根据目前了解到的情况来看，这 5 家公募基金出现在同一家上市公司的内幕交易中，并非因为公募基金经理之间互相串联，而是上市公司董秘经过券商研究员传导给基金公司的基金经理，再由基金经理利用该信息实施内幕交易并获利。

和过往不同，这是证监会第一次将矛头对准机构，把基金经理的内幕交易行为认定为公司的职务行为，并对公司进行行政处罚。对于基金公司来说，罚款倒是其次，但是如果拿到一张内幕交易的行政处罚决定书，性质就完全不同了，将对公募基金产生巨大的负面影响。

#### 纷繁复杂的各色内幕交易

“内幕交易窝案”的情况可能包括以下几种：关系较好的基金经理们在私下聚餐时不小心交流造成的；同一个卖方研究员在不同公募基金路演过程中泄露了内幕信息；买方研究员或基金经理赶赴同一家上市公司集中调研过程中获得了同一信息。

如今，随着移动互联网的发达，微信等新型内幕交易也屡见不鲜。早在 2014 年 6 月，“微信泄密”事件就闹得沸沸扬扬。中信证券医药行业首席分析师在微信群发布丽珠集团重大非公开消息，提前宣布该公司将于下周二公布管理层限制性股票+期权方案。巧合的是，丽珠集团股价当天异动。作为“新财富”金牌分析师，不可能不了解上市公司非公开信息的相关规定。但在当时，分析师通过短信、邮件、微信等非正式形式发送上市公司非公开信息和内幕信息。与上市公司保持紧密联系，提前获知重大信息，也被认为是分析师的一大竞争法宝，不少人甚至以此荣登“新财富”宝座。由此派生的“抢帽子”、到私募基金兼职也屡见不鲜。

老鼠仓实际上也是内幕交易的一种。前几年老鼠仓的猖獗，是基金信托责任缺失的直观写照。自 2014 年以来，证监会共启动 99 起“老鼠仓”违法线索核查，向公安机关移送涉嫌犯罪案件 83 起，涉案交易金额约 800 亿元。这几年影响最大的老鼠仓案，就是 2014 年的马乐案。博时基金原基金经理马乐利用内幕消息炒作 76 只股票，涉及金额 10 亿元。作为国内最大“老鼠仓”案，负面影响很大。

#### “弃车保帅”不灵了

本次的事件虽然是“陈年旧案”，但是还是杀了基金公司一个措手不及。机构总以为证监会还是会“护犊子”，不会痛下杀手。公募基金行业不论是“老鼠仓”，还是内幕交易，一般会拉出基金经理“顶雷”，鲜有基金公司因为基金经理的内幕交易而被追究行政或者刑事责任；而且证监会对于被监管机构的处罚向来比较审慎。

2013 年交银施罗德原专户基金经理吴春永向上市公司相关人员打听、刺探和印证内幕信息，并用其管理的七个证券账户买入上市公司股票，共计亏损 316 万元，被证监会认定为内幕交易行为。因为没有违法所得，对其只进行了 30 万元的罚款；相关基金管理公司也没有被追究刑事责任。

基金经理做内幕交易，基金公司理应承担，这是业内共识。但是这次证监会勇于讲监管的板子打到及基金公司身上，以基金公司从事内幕交易来追究其刑事责任，史无前例。本次处罚关于机构从事内幕交易的认定，在业内也引起了一定的争议，争议焦点在于民事法律关系方面，雇主对雇员、代理人对被代理人的行为承担责任，在行政和刑事法律关系方面，雇员的违法行为是否被视为单位的违法行为，并非必然。《证券法》对此也没有明文规定，同样目前的司法实践中也没有相应的标准。

笔者认为，如果是公司内控不到位，管理松散，没有对员工进行合规培训，或者默认员工去从事违法交易，这样公司要承担相应的责任；但是如果公司已经在合规和防控方面很到位，却依然无法避免基金经理内幕交易的发生，也不应该将基金公司的合规责任无限放大。



中航证券 薄晓旭 刘琛

零售行业年中大促“618”活动将至，在此次年中大促中，作为行业内的两大巨头，京东和苏宁早已开始布局这场年中电商大战，根据“618”前夕的招商信息不难看出，此次年中促销大战，各家纷纷通过物流、客服、售后等服务层面、线上平台线下门店联动以及活动商家整体营销策略等方面发力竞争，虽然各家战略有所不同，但其背后都可以看到新零售的布局。

#### 新零售技术改进了零售企业的运营和物流系统，为顾客带来高效优质的购物体验

新技术作为新零售发展的重要推动力，正在逐步改造传统零售行业。云计算、大数据、VR 等新技术在解决零售企业运营和物流效率的同时，也对零售场景的整体升级改善起到了重要作用，整体提升了消费者的购物体验。

京东和苏宁作为零售行业的龙头企业在新零售运用方面也走在了行业的前列。

京东此次将把自己在智慧物流、大数据、AR 等多方面的技术成果应用在此次活动中，在智慧物流方面，京东将会在此次亮相 2020 年即将投入运营的原生无人机 JDY-800，该无人机可以连续飞行 1000 公里以上并且起飞重量可以达到 840 公斤；在智能开放平台领域，京东通过人、场景、设备一体化实现了智慧家庭服务，通过图像、语音识别技术实现了可以边看边

买的智能电视；在大数据方面，京东通过大数据技术对消费者进行准确的画像，从而进一步为消费者提供精准的分析与推荐，随着线上积累的消费者画像的增多，还可以有助于线下门店的选址及后续运营。并且智能数据在库存、商品定位方面的优势也有助于供应链的布局改善，在大数据赋能的基础上，京东可以基于顾客决策系统的分析与推荐提前锁定各项品类下的爆款商品，实现精准营销；AR 技术应用方面，消费者在消费过程中可以通过试装镜模拟试穿场景，节省繁杂的更换时间，从而给顾客带来更方便快捷的购物体验，除了 AR 试衣镜之外，京东此次活动中还推出了 AR 试妆镜，消费者只要站在镜子前，就可通过触控屏幕选择自己想要使用的美妆产品并且可以选择不同颜色，此时面部相应部位就会出现产品的颜色效果。

苏宁推出了苏宁物流的无人重卡“行龙一号”，在高速场景下可以实现自适应巡航，并且可以自动避障、自主规划路线等，这也帮助苏宁物流进一步深耕智慧物流领域，尽快完成物流全程无人化。其实从去年起苏宁物流在安徽、浙江两地已经开通了无人机航线，并且苏宁智能化机器人仓库在去年的拣选效率和准确率都有大幅度提升。

#### 新零售新业态打通线上线下，实体店与电商平台尝试新玩法，行业竞争力整体提升

在消费升级的大背景下，消费需求和收入水平的不断提升促使零售业

态整体加速迭代升级，零售渠道也随之之扩充，传统的线上平台和线下门店已无法满足消费者的购物需求，线上线下渠道融合成为行业未来的发展趋势。

京东在此次“618”活动中，将以京东之家和京东专卖店作为京东“618”的线下重要战场，线下门店结合了京东平台的大数据优势，进一步分析出门店附近消费者的消费偏好和需求，并以此结果来调整线下门店的商品选择和陈列，以达到消费转化率提高和消费场景升级的效果。除此之外，线下门店内还会应用电子价签、智能刷脸等“黑科技”，除了提供智能化的购物体验之余，还可以从线下进一步收集消费者的消费数据并为线上平台引流。

苏宁近些年持续进行线上线下的多业态布局，至今苏宁已拥有了包括苏宁云店、苏宁极物、苏宁小店等总计 4000 多家线下门店，线下门店的优势除了体验感增强、维修更加便利之外，再和线上融合互通后，苏宁对商品供应链的把控更具优势，从而进一步提升行业地位和竞争力。此次“618”大促期间采取了线上线下双向融合，除了线上平台，还包揽线下的各业态门店和苏宁零售云加盟店，形成从线上线下到一二线至五六线城市的全覆盖。

#### 新零售新业态，社交零售模式助推行业转型升级

社交零售在新消费时代以消费者为核心并通过社交赋能传统零售业态，

从而提升零售企业整体的运营效率，重构品牌和消费者的关系，将用户和粉丝转化为企业自身资产，例如，现在的微信朋友圈、小程序以及以抖音为首的各式直播软件，通过线上线下社交活动的营销方式，进一步扩大对消费者的覆盖。

京东近年来依托零售基础设施布局新零售，重构人、货、场。此前与美丽联合集团推出了“微选”，丰富京东在新零售业态的事业版图。此次“618”活动中，微选将通过开放购物入口，使消费者直接进入京东大促页面，同时开发多种玩法，例如，无门槛优惠券、0 元抽奖、分享邀请好友等等，为京东“618”大促进行进一步宣传和线上引流。

苏宁此次“618”年终大促，将联合多个知名品牌，创新营销模式，融合全生态产业链条。同时苏宁还联合抖音、微博、花椒等时下流行的直播互动平台，通过 # 大咖派对 #、# 苏宁 C 位 # 等活动进行优质内容的运营，最终完成平台和品牌对各类消费者的全面覆盖。

以上通过分析“618”期间京东和苏宁的布局不难发现，在新零售的影响下，线上线下门店联动、人工智能技术和社交新零售已渗透到零售行业的方方面面，各家电商巨头纷纷通过拥抱线下门店提升用户体验感，优化供应链布局提高配送效率等方式整体提升服务质量和运营效率，相信在新零售浪潮下，行业将会孕育出更多新技术和新业态物种为零售业整体带来全新的能量。

中航证券 章雅娟

## 《后来的我们》退票反思：揭电影产业链垂直整合的弊端

中航证券 裴伊凡

由刘若英执导、张一白监制，并柏然、周冬雨和田壮壮主演的电影《后来的我们》在还没上映之前就备受期待，春节前主创为了宣传影片就发布了质问系列海报和“好好吃饭”的年夜饭海报，勾起了无数漂在外地的人的思乡情绪。电影上映前，片方通过海报文案刷屏、电影歌曲宣传、预告视频造势、刘若英等主创高校路演等宣传活动，热度持续走高，4 月 13 日开启预售，影片以 1.22 亿元创下国产爱情片最高预售成绩。

万万没想到的是，影片在首映当天却出现大规模退票，大幅超出平日里的平均水平，令人不禁猜想，背后是否是作为唯一发行方的猫眼“暗箱操作”。截至 6 月 3 日，影片累计票房已经突破 13 亿元，作为刘若英十年磨一剑的导演处女作，以细腻拍摄手法讲述着城市里的爱情故事，赚足了观众的泪水，是一部比较好看的电影。但“退票”阴霾却将观众的好感拉低，令人遗憾。

然而，电影市场的猫鼠现象已经不是第一次出现了。早在 2008 年，甄子丹的《叶问》横空出世，刚上映就吸引了大量的影迷购票观看，但是很快就被发现影片在最冷门的午夜场竟然也场场爆满，而且买的都是一两百元的高票价，遭网友强烈吐槽，后来经调查确系数十家影院参与票房作假，牵扯出背后与上市公司保底发行的资本运作。不得不说，国内“野蛮生长”的电影市场乱象丛生，《后来的我们》

《叶问》事件也许只是电影行业宣发圈的冰山一角，在线票务平台背后巨大的利益黑洞和电影全产业链生态的结构性矛盾更是值得深思。

互联网票务的兴起，为观众购票提供了巨大的便利，同时也成为直接触达用户的重要入口，各大电影公司都争先抢滩这一块肥沃的土壤。毋庸置疑，新型营销方式和渠道的诞生意味着资源的重新分配，可以说是押注中国电影产业的难得机会。2012 年以来，各类票务平台厮杀激烈，一时间形成了以猫眼电影（背靠美团、光线）、微影时代（背靠腾讯）、淘票票（背靠阿里）为主的在线票务市场三足鼎立的格局。2017 年 9 月，猫眼与微影时代正式宣布合并，三足鼎立变成了双寡头争霸格局。

2016 年 5 月，光线传媒以 23.83 亿元的现金和价值 23.99 亿元的光线传媒股票，换来了猫眼 57.4% 的股权。2017 年 8 月，光线传媒的大股东光线控股以 17.76 元每股的价格购买了上海三快科技有限公司持有的猫眼文化 19.73% 的股权，至此光线传媒和光线控股两家公司以总持股 77.13%，让“光线系”成为猫眼的最大股东。对于光线传媒而言，公司在传统影视剧内容制作业务上，加强在线票务领域及电影发行领域的产业布局，话语权得到了进一步提升。

5 月 3 日下午，作为平台方，同时又是《后来的我们》发行方的猫眼娱乐召集数十家媒体，开了一场长达 2 个多小时的座谈会，猫眼娱乐 COO 康利现场表示，此次《后来的我们》在猫

眼平台上，首映日退票率达 9.0%，确实比例较高，但并不是历史最高，其影响也没有现在大家想象的或舆论传播的那么大，在整个事情中，猫眼没有理由制造“退票营销”。

复盘国内电影行业的高速发展，资本的大量涌入是推动行业发展的重要推手，当产业与资本深度纠缠，利益线条更多元，权利关系也更为复杂，很多从业人员的初心也将受到多重考验。就好比国内的售票平台业务经过长时间的洗牌整理，垄断效应初现，行业话语权的集中度显著提升，导致院线影院对于售票平台的依赖程度越来越高。可以说，这次电影的退票事件并不是个案，而是售票平台和影院方矛盾的缩影。当一个公司同时涉足内容制作和放映业务，相当于既充当运动员又充当裁判员，如何做到不失公允，是行业共同面临的难题，也是产业链垂直整合所带来的后遗症。

事件因果还未理清，业界资深人士分析，采取相应的反垄断机制对推进产业健康发展十分必要。20 世纪 10 年代好莱坞电影公司通过垂直整合控制了电影全产业链，行业的高度集中以及业内盛行的捆绑销售模式带来了一系列负面影响和纠纷，促使了派拉蒙法案的实施。派拉蒙法案在 1940 ~ 1980 年限制了美国电影产业垂直化发展，



后来，我们都有了，却没有了一切。

改变了美国电影的制作、发行和放映模式，好莱坞电影公司聚焦制作和发行，在并购中多次易主，成为媒体和娱乐集团旗下资产。所以，当里根时代派拉蒙法案逐渐放松瓦解，部分制片厂被允许再度涉足放映业务，美国电影产业没有出现大规模垂直整合的现象。

目前，国内电影行业竞争不断加剧，整体增长迅速，但是电影制作、发行和放映三大环节的行业集中度相对都不高，而且发行渠道比较单一，院线仍然占据了主导地位。中国文化产业领域的传媒集团不仅需要细分垂直领域的整合，横向兼并、跨界整合也是必经之路。在行业竞争日趋激烈的当下，越来越多的电影公司开始走上多元化发展之路，爆款的生产对于一家影视公司的内容把控力和整合营销力的综合考量，但是如果利用渠道的垄断优势制造虚假市场扰乱市场秩序就变得本末倒置，对行业长远的发展必然带来巨大的伤害。

### 金融课堂

随着中国金融市场进一步开放，越来越多的交易品种逐渐进入投资者视野。

2018 年青岛海尔股份有限公司（SHA：600690）发布董事会决议公告称：拟在中欧国际交易所股份有限公司 D 股市场首次公开发行股票并上市。

D 股是什么？D 股推出的意义又在哪里？

#### D 代表什么意思？

中欧所 D 股市场的“D”代表德国（德语：Deutschland）。中欧所：中欧国际交易所股份有限公司（简称“中欧所”）是上海证券交易所、德意志交易所集团（“德交所”）及中国金融期货交易所合资在德国法兰克福设立的一家股份有限公司。

#### 中欧所业务范围有哪些？

目前中欧所的业务产品范围包括 ETF、债券和存托凭证（DR）等。其中 ETF 产品准备充分，已有十多家国内外金融机构计划合作发行若干只 ETF 产品。

#### 什么是 D 股？D 股发行人是谁？发行模式又有哪些？

D 股指注册在中国境内的股份有限公司在中欧所上市的股票。股票直接在中欧所发行，类似于香港 H 股。

D 股目标发行人为中国大陆 A 股蓝筹上市公司及高技术创新的中国大陆公司。中欧所支持多种 D 股上市模式，包括 IPO、“A+D”模式，即同时在德国发行 D 股和中国大陆发行 A 股。

## 带你读懂 D 股

中航证券 吴琼

#### D 股推出的意义是什么？

- 1、D 股推出可称为中德两国制造业合作的资本交流平台，有助于促进中国 2050 和德国“工业 4.0”对接。
- 2、企业直接融资需求可得到满足，中国经济的直接融资比重能随之提高，金融系统风险则相应降低。
- 3、允许中国企业在欧洲用人民币而非英镑或欧元筹集资金，显示人民币在全球金融市场地位的提高。中欧的使命之一，是将人民币产品带到欧洲市场。人民币国际化势在必行，而 D 股或许就是一个契机。

通过以上基本介绍，可以发现 D 股是沟通国际市场与我国金融市场的桥梁。中国企业在中欧所发行 D 股有利于我国企业提高欧洲品牌知名度，促进销售增长；促进国内企业开展跨国并购，提升全球竞争力；拓展境外低成本、高效率 and 低风险的融资渠道；同时清晰上市流程和可以预期的上市时间，也提高了企业的上市效率。

特别声明：本文仅代表作者观点，本报仅提供信息发布平台

了解更多理财知识及正规理财产品，扫描二维码，下载中航证券翼启航手机 APP

