

揭开资本市场和互联网的秘密，
互联网新贵财富爆炸式增长背后的奥妙

互联网就代表科技先进的方向？
互联网行业是高盈利行业？
不一定！

资本的真相

互联网时代的资本市场

简 练◎著



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

资本的真相

互联网时代的资本市场

简 练◎著

图书在版编目 (CIP) 数据

资本的真相: 互联网时代的资本市场 / 简练著. --
北京: 中信出版社, 2016.3
ISBN 978-7-5086-5776-9

I. ①资… II. ①简… III. ①互联网络—影响—资本市场—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第317290号

资本的真相: 互联网时代的资本市场

著 者: 简 练

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 15.25 字 数: 250 千字

版 次: 2016年3月第1版

印 次: 2016年3月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-5776-9 / F·3564

定 价: 49.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

最近几年来，互联网成为中国最热门的话题。对于互联网从哪里来，到哪里去，在我们的国家、社会中扮演什么样的功能，需要进行冷静、理性的分析。简练的这本《资本的真相》从互联网的诞生源头说起，对于美国、中国的互联网行业 20 年来的成长历程进行了细致的解剖，尤其对美国资本市场与互联网产业之间相互助推壮大的过程进行了翔实的考察，在一定程度上破解了很多普通人感到疑惑的谜团。当前，中国 A 股资本市场正在筹备战略新兴产业板，需要吸取美国资本市场的经验和教训。

此外，简练还对互联网行业的伴生文化进行了仔细的考察，进而从文化背后的哲学观入手，上升到科技产业发展战略的层面，对中国经济尤其是高新技术产业的未来发展前景，对新一轮全球化的前景做了预测。

“互联网”热已经延续 3 年，社会热潮正在逐渐回归常态，“中国到底需要什么样的互联网”这个问题需要提上议事日程。《资本的真相》已经提供了一部分答案。

孔丹

中信集团原董事长

· 序二 · foreword

当今中国，社会浮躁、业界浪漫、学界喧嚣、青年彷徨，我们最缺乏的是清醒和深刻！难能可贵的是，青年学子简练却在互联网、资本市场、全球化交互作用的大潮中保持清醒，不随波逐流，不人云亦云，潜心观察产业与市场实践，坚持独立理论探索，梳理思路，理性思考，把握方向，戳破了神话，提点了经济与市场持续发展的本原基础，预示了中国资本市场与中国产业关系的理性回归。

《资本的真相》一书，给今天浪漫与混沌的互联网资本市场热恋吹了一丝冷风，给人们开启了一扇思考的窗户，难得可贵！

张云东
深圳证监局原局长

这是关于互联网和资本市场的书，同时也涉及了更宽泛的主题，包括科技产业（产业升级）和全球化。

从 2012 年起，世界目睹了一场和互联网密切相关的牛市——主要是美国资本市场的牛市，2013 年年中起，蔓延到中国的创业板，形成了“结构化牛市”（即小公司股票暴涨而蓝筹股走势长期低迷）。2014 年 7 月起，A 股进一步形成全面牛市，直到 2015 年 6 月中旬起开始幅度达 30% 以上的深度调整。

这一段牛市进程，时间上已经超越 20 世纪末的纳斯达克泡沫，其成因引人思考。针对 2013 年起盛行于中国的各种“互联网思维”的流行观念，本书从历史角度还原事物的本来面目，主要包括三大部分：一是互联网公司与资本市场互相滋养的机理，尤其是美国资本市场的互联网经验（包括中国到美上市的互联网公司）；二是中国科技类公司近十几年的发展历程，以及近 10 年来和资本市场互动的过程，包括装备制造公司、中小板和创业板的科技公司；三是对美国资本市场在 20 世纪 80 年代发端的美国主导的全球化进程的中心作用进行探讨。互联网、资本市场、全球化三者联系紧密。美国文化和风险资本引导的互联网产业，正是近 20 多年来全球化中心——美国资本市场的中心。在当下中国推动“一带一路”的背景下，中国是不是也要复制一套类似的全球化体系呢？基于对美国 30 年科技、产业、资本市

场历史的审视，在制定中国产业升级和资本市场进一步发展的政策方面，我们需要更加清醒的判断。中国不能简单地复制美国的道路。

本书内容大部分完成于 2014 年年底到 2015 年年初。进入 2015 年后，中美互联网、科技产业和资本市场又出现了一些新动向。经济规律是普世的，借此前言，概括这些新动向、提出新预言，供历史检验。

第一个动向是在中国 A 股牛市的刺激下，在美上市的中国互联网公司在 2014 年下半年步入熊途（股价下跌 $1/3 \sim 1/2$ ）半年多之后，于 2015 年 3 月起重抬升势。中国海外上市公司“拆除 VIE 结构”回归 A 股一时蔚然成风。同期，新三板、战略新兴板等中国资本市场进一步创新的举措和构想引发热议。简而言之，互联网公司在中国上市成为众人所盼。

美国第二轮互联网牛市（第一轮即 20 世纪 90 年代末纳斯达克泡沫）进入尾声已成定局，处于高位盘整阶段，但可能会在高位持续较长时间。此轮美股科技牛市酝酿于 2010 年左右的移动互联网风投（风险投资）热潮（它的前身社交互联网更早一些，始于 2005 年左右），之后经历 2010~2012 年的上市进程〔如标志性公司脸书（Facebook）在 2012 年上市〕，于 2012 年年底开始启动互联网公司二级市场大牛市（2009~2012 年的美股牛市可以视为传统行业公司因为美国不断救市、量化宽松政策而上涨），一直延续到 2014 年下半年。这股科技热恰好与 2008 年全球金融危机后美联储启动的救市、量化宽松政策基本一致，两者之间具有高度相关性。可以认为，移动互联网牛市是以美联储为核心的西方货币当局在救市进程中制造的人为充裕流动性的表现载体。本书提出，国际金融市场可能沿着“量化宽松—债券市场牛市—资本市场（二级市场）牛市—一级市场（风险投资）泡沫/热点行业（移动互联网）巨额并购—其他行业巨额并购—商品市场重拾升势—西方经济陷入滞胀”的逻辑发展。当然 2014 年下半年地缘政治危机引发的石油价格暴跌，会让这个路径更加曲折，但长远来说，西方进入滞胀的可能性很大。

中国互联网行业是美国这轮牛市的受益者。2013 年下半年起，受

2011年起的“中概股风暴”负面效应影响两年之久的中国互联网公司重新在美国上市，并以2014年9月阿里巴巴集团上市为标志达到巅峰。此后，随着美股升势停止，这个热潮也逐渐退去，同期，大批美国基金疯狂投入中关村，中关村和硅谷日趋联动——2015年下半年开始，这个疯狂投资的焦点似乎转移到了印度。2015年上半年达到炽热的A股市场（及新三板市场）自然吸引了这些时刻在寻求退出渠道的资本力量的目光，但以中国资本行业目前的行事风格，恐怕很难维持到这些中国互联网公司集体退市又在A股重新上市的那一天。退市热刚刚开始，A股市场就已经出现大幅调整。具有民粹性的中国资本市场更大的可能是只支撑几个乐视、分众传媒这样的“中型”互联网公司。本书对中国简单照搬美国近20年以互联网为主要上市增量来源的资本市场发展道路持悲观态度。

第二个动向是中国股市急速调整，在2015年下半年后才缓慢回升。这和这几年社会上积累的货币寻求出路有关。中国过去十几年的黄金增长长期使得资金回报要求很高，这与实体经济各部门大多产能过剩形成矛盾。到股市配资等领域抓机会是这些投机性资金“折腾”的必然结果。在股市也折腾完毕，而原来的P2P（个人对个人）等企业过桥贷款领域逐渐萎缩的情况下，这些过剩资金有可能不得不接受低回报率的客观现实。

第三个动向是有扎实基础与缺乏扎实基础的公司之间出现分野。中国国内科技产业和互联网产业的格局在经历了2012~2014年连续3年的“互联网思维”热后，在2015年上半年悄然发生了改变。一些自称要做生态链的“互联网思维”公司逐渐动摇，华为、比亚迪等企业则逐渐崛起（或再次崛起）。还有以“财务打假”著名的教授对“互联网生态”的概念提出了质疑。中国产业升级走什么道路，中国高科技企业如何组团出击，值得思考。

最近几年内，有个别主张“互联网思维/生态”的公司，成为中国经济界、资本市场的明星公司。但其成功的关键是否真在所谓的“互联网思维/生态”呢？笔者认为它们的成功主要归功于在条件完备下“借势而

起”的策略及与资本市场的估值/市值融资互相刺激的滚动发展模式。“借势而起”是指利用了中国大陆及台湾、日韩地区过剩的液晶面板、部分零部件和代工组装的产能。它们通过低价策略撬动巨大的市场，实现规模经济，控制供应商和代工企业。这会形成快速增长的收入及现金流，而在资本层面，这种低价驱动的高速增长收入深受风投的喜爱。这类公司的估值或市值并不按照通常的手机公司或电视公司模式估值，而是按照“互联网思维”估值。其中最典型的某公司，每一年多就进行新一轮融资，同时赋予公司新价值，而新价值常常为前一轮估值的1~4倍，几年下来估值就增长至之前的180倍：从2011年上半年估值2.5亿美元，到2014年年底估值450亿美元。而另一上市公司的市值也从上市之初的80亿元增长到2015年6月股市急速调整前的1000多亿元。

估值或市值剧增对“互联网生态”硬件公司的商业模式（乃至所有风投支撑的互联网爆炸式增长模式）是至关重要的，因为该模式的弱点是利润和收入增长不成比例。这在所有风投—互联网模式中都存在，只是那里是收入和用户数量增长不成比例。而“互联网生态”硬件公司涉足的是涉及巨量周转现金流的行业，融资饥渴更淋漓尽致。该模式每一轮融资，融资额都迅速扩大，但出让新股本比重减小，因此总估值必然快速增长。可以认为，“互联网思维”型公司的估值并非由公司实现的利润折现估算，而是由融资的需求倒推。如果是A股上市公司，则约束较多，靠的是变通融资，包括上市融资、增发融资、大股东进行股权质押债权融资再提供到上市公司体外的“同系统”公司、大股东减持股票所得以债权形态无偿借给上市公司使用。这类公司也往往要使用不太常见的会计方法。如某上市公司在上市之初，便将其购买的影视版权按照10年线性折旧（同类美股上市公司采用加速折旧）；大规模进入电视领域后，又以分开计价的方法将收入计入利润表（即每台电视售价与当前成本价打平或略亏，但售价中有490元~980元不等的部分以年费模式归属上市母公司，这部分年费几乎没有成本，母公司从而享有极高的毛利，而电视子公司承担对应的亏损），

形成子公司的亏损。这会导致投资者通常关注的“归属于上市公司股东的净利润”被推高，大大高于集团的净利润，更高于扣除营业外收入的营业利润。某公司 2014 年的营业利润为 4 787 万元，同比下降 79.8%，全公司（包含并表子公司）净利润为 1.2 亿元，同比下降 44.7%，归属于上市公司股东的净利润为 3.64 亿元，同比增长 42.8%，而以其电视子公司为重要主体的“归属于少数股东的综合收益总额”则为 -2.35 亿元。这正是某位财务学教授提出质疑的原因。

除不断融资外，这种模式通常都宣传“互联网思维”理念，即硬件不赚钱而要利用未来的“生态”赚钱——尽管把公司做大所依赖的流水大多来自硬件。这种“生态”型商业模式要保持一种“模糊的美”，各子领域的专家都无从清晰判断，投资者却可以不断产生丰富的联想。比如，瞄准“智能家庭生态”，预期这些公司可从手机、电视扩张到空调、冰箱等家电，以及智能路由器（兼硬盘）、监控器、体重秤等中小家庭用品，进而相信此类公司将垄断数亿中国人的家庭生活。这种想象还进一步扩展到汽车制造领域，为“想象空间”添砖加瓦。但是，这种想象的资本市场认同基础很可能是脆弱的。因为这一模式往往缺乏核心竞争力，尤其是技术竞争力。它们的产品技术部分多由配件供应商提供，一旦行业老手回过神来，超越它们并非难事。与华为顶级产品均采用旗下海思公司的麒麟芯片、屏幕相当部分采用欧菲光等国内公司产品相比，“互联网生态”型硬件公司在手机等产品上都强调其关键配件（如屏幕、手机芯片、闪存）来自美、日公司。这既意味着它们对于国内关键科技的中上游企业缺少拉动作用，也意味着在初始两年高潮后的长跑式竞争中，它们可能会日趋吃力。2014 年下半年以来，其中有些公司就进入了低价竞争的恶性循环，与华为成功获得高端机品牌地位形成对比。

如果说一味宣传“互联网生态”的模式不具有可持久性，什么才是中国高科技企业合适的发展方向和力量组合呢？像华为、比亚迪等具有终端品牌的企业，目前正在收获成果，除华为 Mate7、Mate8 升入高端外，以

比亚迪“唐”为代表的插入式混动车，也逐渐获得市场的认可。另一种则是具有中坚技术但不具有很强终端品牌知名度的高科技企业，如汉王（汉字及其他象形文字光学识别世界第一）、超图软件（专业地理信息操作系统中国第一、世界第二）、科大讯飞（声音识别、合成技术世界第一）。他们确实存在市场过于狭小、产品外部性较强、募集资金不知如何投放等问题。这类拥有独到技术的中小企业应当和立足本土技术定位、精心积累技术的平台性大公司对接，例如华为、格力电器就是很好的合作对象。近五六年，科大讯飞抓住了中国劳动力价格上涨的机遇，在通信运营商、智能手机、高铁领域逐渐实现自动语音合成播报就是很好的例子。华为高端手机的商务需求、格力打造的以电器为载体的智能家庭网络很可能需要科大讯飞、汉王积累的新型人机交互技术作为关键内嵌环节。在西方产品演变速度长期缓慢的情况下，真正嵌入这些来自扎实的中国中小公司新兴核心技术的高端产品，将成为靓丽的中国名片，占据本土乃至全球高端市场。

当然，互联网思维硬件公司也有功劳，它们在较短时间内极大刺激了国内消费类电子产品改进用户体验，为中国产品征服海外市场奠定了基础。华为、魅族等更踏实的中国公司也在这种刺激下学习技巧，迅速成长。目前，这类公司还有一定的市场缓冲空间，但如果不能“慢下来”进行真正扎实的布局，未来可能遭遇难以突破的瓶颈。尤其是在股市急速调整之后，A股市场不再把并购简单当作利好，投资者以怀疑的眼光审视公司的各种资本操作时，以运作市值、估值上升来反哺实体经营的做法可能就不再灵验了。人性决定长期命运是屡试不爽的真理，成功只留给能笑到最后的人，虽然中间会有波折，会有投机诱惑引发的迷茫，但请相信那些稳托稳打的、立足长期奋斗的人，并与他们一起奔跑。在未来数年内，我们也许会看到这样的景象：脚踏实地的企业逐步崛起，互联网公司群经历大浪淘沙，“大众创业、万众创新”之路将并不平坦。

让时间来检验吧！



第一章 美国资本世界

不同的气质 / 4

风投前世今生 / 6

资本定价霸权 / 11

2015年的前景 / 17

并购 / 20

第二章 互联网时代

“极客资本主义” / 26

轻公司 / 28

眼球经济 / 32

软肋 / 36

真假互联网精神 / 39

第三章 “数字乌托邦”

互联网文化的两种起源 / 46

交汇 / 48

崛起 / 53

时代不同了 / 60

泡沫 / 63

未来世界 / 65

第四章 中国资本江湖

脐带相连 / 72

墙里开花墙外香 / 73

中关村的演变 / 77

浮华慢破 / 80

集成电路——皇冠明珠 / 84

第五章 道路选择

大国红利 / 94

美国：明星企业 / 101

中国：群体崛起 / 115

第六章 **全球循环**

全球化 / 162

慢牛30年 / 166

巅峰 / 176

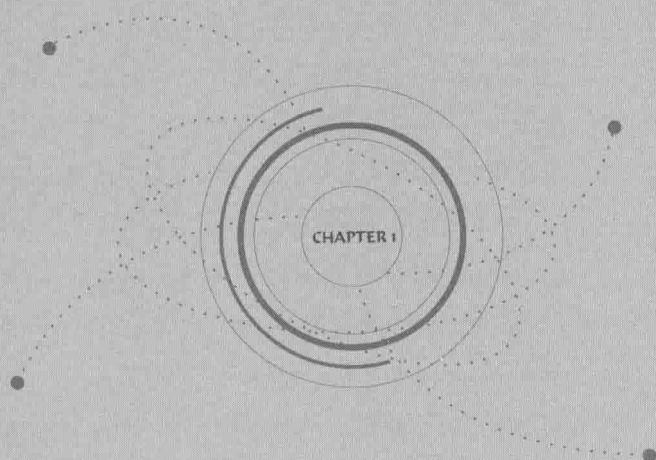
中国体系 / 186

蜕变 / 195

2034年的中国全球化体系 / 210

后记 / 215

参考文献 / 227



第一章
美国资本世界

美国资本市场在 20 世纪 80 年代借着低利率和持续涌入市场的养老基金，启动了 30 年的“大慢牛”，引发了深刻的金融、经济和社会变革。然而整个 20 世纪 80 年代，美国资本市场与新产业的直接连接是不紧密的，那时美国资本市场的热点主要集中在兼并收购，以及为支持这类业务而诞生的各种创新债券上。但是，资本市场必须找到有实质性新内容的增长点，才能夯实“慢牛”的基础。这个增长点在 20 世纪 90 年代逐渐形成，这就是众所周知的信息—通信产业，并最后聚焦于互联网产业。另一方面，自中国公司赴美上市以来，互联网公司就是中国在美上市公司群体中最重要的板块。尤其是 2012 年中概股恐慌平息后，中国公司赴美上市掀起新一轮高潮，互联网公司是其中的绝对主力。而美国 2012 年以来以互联网公司或“互联网思维”公司〔如特斯拉（Tesla）和太阳城公司（Solarcity）〕为龙头的新一轮牛市也蔚为壮观。在这些背景的衬托下，中国国内财经舆论被“互联网思维”占领。互联网公司被描述为国内最健康、最能盈利和最先进的生产力群体。由于中国资本市场对申请上市的公司有盈利方面的要求和限制，中国的互联网公司基本上都在境外上市，于是舆论也在普遍抱怨中国资本市场未能像美国那样让互联网公司上市，未能支持科技创新。