

# 頻遭唱空 價值低估 A股上市門檻大降 更多中概股期待回家

作為內地科網股兩大市場代表，今年創業板漲勢堪稱瘋狂，中概股卻集體入冬。百度董事長李彥宏在兩會期間不禁感慨「希望能在A股上市」。分析認為，隨著內地證券市場復甦，A股公司將會吸引更多資金關注。再加上註冊制年內可期，創業板IPO盈利門檻或就此放開，不排除未來有眾多中概股選擇回家。

大公報記者 李靈修 陳小因

去年中企赴美上市熱情高漲，全年共有15家中概股掛牌，其中不乏如阿里巴巴、京東這樣的明星企業；募資額更達304.52億美元（折合人民幣約1875.48億元），創下歷史新高。但令人意外的是，2015年至今中概股IPO竟然顆粒無收，甚至不少公司開始萌生退意。

## 逾10隻中概股股價腰斬

上述轉變亦反映出中概股當下的艱難現狀。粗略計算，去年底以來，納斯達克指數累漲6.73%，代表中概股走勢的霍特中概股指數則下跌近10%。另據不完全统计，過去一年裡，股價遭腰斬的中概股超過10隻。其中，網秦跌近八成，久邦數碼下挫75%，包括阿里巴巴在內的多隻次新股均已跌破發行價。

除了機構唱空、業績下滑等合理因素外，甚至一些基本面良好的公司亦遭美股投資者的拋棄。以奇虎360為例，公司去年實現營收13.9億美元，同比增107.2%；錄得淨利潤為2.23億美元，同比增123.5%。但如此亮麗的成績單卻難挽股價頹勢，業績公布後一周累跌5%。過去一年，公司股價最大跌幅曾達70%。

## 投資者出現回流A股

形成鮮明對比的是，A股的互聯網公司儘管業績表現、市佔份額遜色不少，股價表現卻漲勢如虹。Wind統計顯示，去年以來，23家互聯網概念公司中，僅有1家股價下跌，股價翻倍的超過12家。其中，全通教育股價漲幅最高，自2014年年初以來，股價漲幅達到585%。

對於造成今年中概股走勢疲弱的原因，Beacon Asset Management LLP基金經理董紅學指出，去年下半年A股市場走勢較好，部分內地資金轉戰A股，影響了中概股的表現。與此同時，中國經濟增長放緩，也影響海外資金對中概股的熱情。另有分析人士表示，中概股中最大的投資群體其實是內地投資者。近年來赴美投資的中國股民越來越多，一方面是為了分享美股上漲紅利，另一方面是因為A股市場低迷。因此當A股再度活躍，甚至超越美股市場的時候，這部分投資者極有可能選擇資金回流中國A股市場。這也就是目前中概股市場驟冷的主要原因。

也正是看到這一趨勢，百度董事長李彥宏在兩會期間表示，公司非常希望能在A股上市，因為主要市場在中國，客戶和收入來源主要來自中國。如果能夠回來，對於內地資本市場也是好的事情。但隨著註冊制改革的落地，創業板中關於「最近兩年連續盈利」等一系列硬性指標亦將被取消。

華泰證券分析師徐彪指出，註冊制實施後，監管機構將只審查發行人的信息資料是否履行信息披露的義務、是否具備基本的上市條件，而不會對企業本身的發展前景以及企業所處行業的前景做出評估。也就是說，監管機構只是會履行基本性審查，不會做出實質性判斷。

## 中證監發出明確邀請

據內媒日前報道，中國證監會主席助理張有軍走訪了內地最大的金融產品搜索平台——融360。在對公司融資情況、上市意向、盈利模式進行調研後，張有軍並發出明確邀請：希望融360及螞蟥金服一起，成為第一批在內地上市的互聯網金融創業公司。有投行人士認為，儘管具體政策尚未落地，但監管層鼓勵互聯網企業A股上市的態度很明確。更重要的是，隨着註冊制推行，類似融360、螞蟥金服這樣的互聯網企業上市門檻將大大降低。

市場改革方向對於內地互聯網企業的利好不言而喻。賽迪顧問行業分析師徐錕補充稱，雖然仍會有實際需求的內地企業選擇在海外上市，但考慮到境外上市的高成本，以及境內外法律、文化等環境方面的差距，需要企業經歷一個較長的適應過程，所以肯定會有更多科網股將上市目光轉回內地。



▲遭受機構唱空打壓、價值低估等因素影響，近期中概股表現差強人意

網絡圖片

## 同行業公司估值比較

行業	中概股			創業板		
	公司	PE	股價表現	公司	PE	股價表現
在線教育	新東方	16	+18.1%	全通教育	515	+152.2%
互聯網金融	金融界	-*	+8.1%	東方財富	9983	+47.5%
在線地產	搜房網	13	-23.7%	三六五網	76	+85.5%
在線視頻	優酷土豆	-*	-12.9%	樂視網	299	+154.9%
網絡遊戲	盛大遊戲	7	+11.6%	掌趣科技	241	+80%

註：股價為2015年年初至今股價表現；PE為-表示最新季報盈利為負，故無法計算PE

## 行業周期輪換「惹禍」

回顧中概股歷年上市規模變化，行業發展周期成為關鍵性因素。有專家指出，去年內地電商公司扎堆登陸美股，已經「耗盡」業內上市資源，同時其他新興產業，如網絡金融、智能穿戴等均處於快速成長期，符合海外IPO條件者寥寥。這也是造成今年中企赴美上市「人丁不旺」的原因之一。

## 網絡金融或引領下輪上市潮

迄今為止，中國企業共出現過三次海外上市浪潮。在2000年第一波浪潮中，是以新浪、網易、搜狐為代表的門戶網站為主要上市生力軍；第二波浪潮的參與者為內地網遊公司，如盛大遊戲、巨人網絡、完美世界等，上市時間在2007年至2009年之間；自2011年至去年掀起的第三次浪潮，則主打網絡視頻及

網絡電商，尤其是去年共有聚美優品、京東、阿里巴巴等三家網商巨頭登陸美股。

從電商行業來看，網上綜合商場當當網、二三線品牌特賣唯品會、跨境電商平台蘭亭集勢、化妝品限時特賣聚美優品、主打3C的綜合網絡零售商京東，以及行業領頭羊阿里巴巴等優質公司，均在近四年中完成IPO。可以說，剩下有影響力的企業已屈指可數，未來再很難出現電商扎堆上市的場景。

賽迪顧問行業分析師徐錕指出，2010年至今，內地綜合性電商、垂直電商這些電商企業逐漸發展到了成熟階段，因而才會誕生去年這樣的集中上市爆發期。在其看來，繼電商之後，在線醫療、網絡金融、智能穿戴等行業會是下一撥中國企業赴美上市熱潮的引領者。

但需注意的是，上述領域的多數企業規模較小，要再等待較長時間發展才能進入成熟期。目前不少業內翹楚是各大PE（私募）、VC（創投）的追捧對象，但公司亦面臨着規模較小，盈利前景不明、同質化競爭加劇的困境。徐錕亦認為，內地電商行業與智能穿戴、網絡金融、在線醫療產業之間形成的行業周期輪換空檔，亦為今年中概股熱炒冷卻的主要因素。

◀有專家指在線醫療、網絡金融或是中概股中新一代引領者

網絡圖片



## 近年赴美上市中概股規模一覽

年份	公司數量	IPO規模 (億美元)	代表公司
2014	15	304.52	阿里巴巴、京東
2013	8	8.68	58同城、去哪兒網
2012	2	1.53	蘭亭集勢、歡聚時代
2011	14	19.52	人人網、奇虎360
2010	43	39.9	當當網、易車網

當多重利空因素交織時，中概股在華爾街往往「舉步維艱」，不少因估值過低而選擇退場。退市之後的企業去了哪兒？統計顯示，更多企業傾向選擇在A股通過借殼方式重新上市，少數企業則選擇H股。

據不完全统计，自2010年以來，從美股退市的中国企業達到40家，其中TMT（數字新媒體產業）領域12家，醫藥領域8家，佔到一半。多數公司選擇私有化退市，尤其在網遊行業中表現明顯，如巨人網絡、盛大遊戲等，今年一月，完美世界也宣布收到董事長的私有化提議。

## 40家中企美股退市

據銘遠投資一級市場投資總監韓躍峰介紹，一般來說，中概股回流遵循這樣一種路徑：首先在美上市融到第一筆資金，經營一段時間後面臨新的發展，發現中美兩地融資價格差距較大，中國二級市場估值非常高，更需要很多好公司來填充虛高的估值水平，因此部分市場管理公司就嘗試將一些優質資產導入國內，構成這樣的資金流動趨勢。而企業在經過轉型發展後，會再謀求上市。

至於退市後再上市的選擇，業內指出，A股和H股兩地各有優勢。但從目前實際選擇來看，由於A股優質資產更稀缺，給出的估值更高，更多企業還是傾向A股上市。

其中，2012年通過私有化退市的公司科技，退市時市值僅1.46億美元，目前市值已達214億元（人民幣，下同）。另一家將於今年登陸A股市場的分眾傳媒，在私有化時市值僅有37億美元，經過三年發展，目前市場給出估值500億元。也有企業選擇H股，其中2013年從納斯達克退市的三生製藥就擬於今年二季度登陸香港市場。

韓躍峰表示，港股和美股在估值方面一定程度上有一些呼應，只有國內才特別稀缺這種好資產，從而帶來高估值，既能為企業提高融資率，也會帶來更多發展機會。

而為了縮短等候時間，退市中概股登陸A股基本都選擇借殼上市。韓躍峰指出，美國實行VIE（可變利益實體）結構，這種結構在國內不合適，所以多數通過併購方式進入A股。



▲近年來，A股成為中概股退市後首選

## 科網股創業板風生水起

儘管坐擁亮麗業績，中概股近來表現卻是「一地雞毛」，相較之下，內地的創業板公司雖業績平平，股價卻漲勢如虹，屢創新高，兩個市場業績與股價形成明顯倒掛。業內人士認為，這主要是由於創業板互聯網公司標的稀缺，存在「稀缺性溢價」，而兩地投資者結構的差別也進一步加大了這種倒掛。

截至上周，百度、微博、奇虎360等20家中概股公布了2014年財報，其中多數公司錄得優異成績，但績優股的股價表現卻差強人意。其中，微博去年四季度實現上市後首次盈利，同期公司股價則下跌了23%。

## 稀缺標的獲高估值

分析人士指出，這主要是由於A股真正的互聯網公司非常少，所以具有相關概念的企業都會獲得「稀缺性溢價」。舉例來說，如果想抓住在線教育的風口，就只能買全通教育；如果想享受互聯網金融的高行業景氣，就只能選擇東方財富、同花順等公司。而美股市場充斥着全球最優秀的互聯網企業，即使不買中概股，也可以選擇谷歌、亞馬遜等企業。這也造成了大量中概股在業務轉型期股價都會遭遇暴跌，因為投資者完全可以去買其他確定性更高的公司，而不會賭公司轉型。

另外，兩地投資者結構也加劇了這種不同。分析指出，A股投資者以散戶為主，博弈成分更強，投資者買的是估值提升，亦即市場關注度的提升。而美股以機構投資者為主，股價更受公司基本面影響。事實上，由於認可度相對不高，即便在美上市，中概股也較難享受到與美國本土公司一樣的估值待遇。由此造成中概股普遍低估，而創業板互聯網公司PE（市盈率）動輒上百甚至上千的局面。

不過，隨着內地註冊制的推出及互聯網轉型觀察期的結束，業內認為這種稀缺性溢價會逐漸消除，過高的估值也會逐漸回歸正常。

# 中證監查貪或引發震盪

►中證監下周將現場檢查200家機構，重點針對商業賄賂。業界憂慮或影響創業板火熱人氣

網絡圖片

周末市場傳出消息稱，出於反腐要求，中國證監會本周將對200家機構進行業務檢查，覆蓋證券、基金和私募以及個別會管單位等，對A股市場情緒造成一定影響，或令近來屢創新高的創業板加劇震盪。不過業內指出，此次檢查有別於此前對違規兩融的處罰，政策層對資金入市仍持積極態度，肅清貪腐對股市而言實質上屬於利好。

據經濟觀察網引述一家私募高層人士稱，上周已接獲證監會通知，為貫徹落實國務院決策部署，響應「加強內部管控、加強外部監管、遏制違規經營、遏制違法犯罪」（簡稱「兩個加強、兩個遏制」）的要求，繼2014年底銀監會、保監會出手之後，證監會稽查總隊將於本周進場對200家左右的機構進行業務檢查，「檢查對象包括證券、基金和私募以及個別會管單位等，此次檢查將實現規模、地域和業務上的全覆蓋。」該人士透露，此次檢查工作是在「兩個加強、兩個遏制」的要求

下，對反腐工作的進一步延伸，將重點針對商業賄賂、職務侵占等重大犯罪行為，如若發現以上犯罪線索，檢查組將依法移送偵查部門。

從去年以來，內地反腐工作如火如荼，但金融業則相對平靜，今年初民生銀行行長毛曉峰被查，雖然目前尚無定論，但業界普遍將此視為打響了金融業反腐第一槍。至於此次檢查是否引爆證券業反腐炸彈，業內認為仍需更多觀察。

今年初證監會對券商兩融違規處罰時，一度造成「119」暴跌，隨後又對銀行傘形信託進行限制等，形成目前3400點的政策頂。市場擔憂，證監會大範圍入場檢查，短期將加劇A股震盪。不過，業內指出，此次檢查有別於對兩融違規的檢查，肅清貪腐實質上長期利好股市，而非打壓股市，此前央行行長周小川對資金入市支持實體經濟的態度也十分鮮明，所以震盪或帶來抄底機會。