

2020年6月22日

高級經濟研究員 蘇傑

新一輪美國中概股回歸潮的原因、前景及香港的角色

內容提要

近期隨著在美國上市的網易、京東成功來港第二上市、中芯國際擬在上海科創板掛牌，新一輪美國中概股回歸潮引發關注。相較於 2011 和 2015 的中概股退市潮，美國市場信息披露及監管壓力上升、遠離本土市場難以實現企業應有估值、拓寬融資途徑與分散市場風險需求以及內地與香港新經濟公司上市氛圍改善成為此輪回歸的主要誘因。展望未來，在中美以貿易為先導的博弈持續的背景之下，兩地市場形態差異與監管衝突仍然存在，美國中概股回歸將陸續有來。鑒於回歸 A 股需時較長以及對市值、行業性質與地位有特殊要求，中概股赴港第二上市將成為回歸的重要選擇。

6月11日，在美上市的網易成功在港第二上市，集資逾210億港元，其股價在恆指下跌2.26%的當日大升5.69%。另外，6月18日來港第二上市的京東招股超購180倍，凍資2808億港元，成為今年新股集資王和凍資王。市場亦傳來去年5月自美股退市的中芯國際最快7月登陸上海科創板的消息，新一輪美國中概股回歸潮正在形成。本文擬從近期中概股退市回歸現象入手，透過與2011年和2015年兩次中概股退市潮的對比，分析此輪回歸背後的主要原因，並展望其前景，思考香港在其中的角色。

一、新一輪美國中概股回歸及主要原因

自 1992 年 10 月華晨汽車赴美紐交所上市、2000 年新浪、搜狐及網易掀起內地互聯網企業赴美上市潮（詳見附表 1）之後，截至去年底，美國中概股約有 247 只，總市值約 1.54 萬億美元，占市場總市值約 5%。與此同時，自 2010 年開始，有 49 家中概股公司收到私有化

要約，截至去年底退市企業逾 100 家。

回顧之前兩輪中概股退市潮，中概股集中退市往往發生在上市大年之後。2011—2012 年期間，受中國經濟增速放緩影響中概股股價陷入跌勢，部分企業自身存在的財務漏洞成為退市導火索，加上渾水等做空機構為“唱空中國”推波助瀾，共有 46 家中概股退市，其中 28 家為被迫退市；2015—2016 年期間，除去類似因素外，當年內地 A 股屢創新高與美國中概股估值普遍低估形成鮮明對比，共有逾 50 家中概股退市，主動私有化占多數。去年開始，一批美國中概股被勒令退市或主動私有化（詳見附表 2）。其中，曾經錯失返港上市機會的阿裡在保留美國上市地位的同時成功回歸港股第二上市，揭開重磅中概股回歸的序幕，成為此輪回歸潮的新亮點。具體而言，此輪中概股回歸有以下主要原因：

附表 1：中國企業赴美上市的重要時點

年度	代表企業	備注	
2000	新浪、搜狐、網易	開啟美國市場互聯網 + 中國概念	
		IPO 公司數目（個）	集資金額（億美元）
2004	盛大、第九城市、TOM 在線	11	8.03
2007	巨人、江西賽維、海王星辰、 中國英利	29	56.95
2010	當當網、優酷網	34	36
2014	阿裡巴巴、京東商城	27	254
2018	拼多多、騰訊音樂、愛奇藝、 嗶哩嗶哩	39	287

資料來源：中銀香港經濟研究綜合整理

1、美國市場資訊披露及監管壓力上升。“上市易，監管嚴”是大批內地企業赴美國上市後最終退市的重要原因。一方面，美國市場借殼上市門檻低（無需連續兩年盈利要求），花費少（全部費用一般不到 100 萬美元），時間短（最快 5—6 月），成功率高達 99%，吸引不少不符合內地上市要求的企業前往上市；另一方面，在美國上市的企業一年至少需要披露 5 次財務資料，並受到 SEC、證交所、審計機構、法律機構、媒體和個人投資者的全方位監督，遭遇集體訴訟的機率較大。近年美國中概股企業魚龍混雜、良莠不齊的情況，導致爆雷事件時有發生。資料顯示，美國中概股 3 年連續虧損公司和現金流連續為負的占比分別為 37% 和 21%。

今年 4 月瑞幸財務造假事件成為美國強化監管中概股的導火索。美國 SEC 主席和 PCAOB 分別警示來自新興市場企業風險，提醒投資者

不要將資金投入中概股；全美最大線上證券平臺盈透證券宣佈計劃對持有低估值中概股的客戶實施新的保證金規定；5月21日參議院通過《國外公司問責法案》，涵蓋“連續3年未遵守審計要求的企業將被禁止上市”及政府背景審查等新規；納斯達克交易所擬規定來自限制性市場的上市公司最低募資額不得低於2500萬美元，若按此要求，去年上市中概股中有10家募資不足。在監管趨嚴的背景下，不僅存在財務漏洞的企業恐被摘牌，“劣幣驅逐良幣”效應下優質股被波及的情況也可能發生，中概股在美上市整體環境趨於收緊。

附表 2：2019 年以來中概股退市典型案例

時間（啟動退市/私有化）	公司	類型	退市原因
019.05.24	中芯國際	中國最大集成電路芯片製造商	股價長期低迷
09.04	藍訊通信	中國領先的專業CDN服務提供者	創始人涉賄賂+業績不佳
11.04	點牛金融	中國車貸第一股	涉嫌非法吸存立案偵察
11.29	瑞立集團	溫州專業汽車零部件生產商	與 Merger Sub 合併成立私人控股公司
12.16	和信貸	消費貸款平臺	機構做空+業績下滑+股價低迷
2020.03.20	魔線	社交營銷推廣平臺	股價低迷
05.08	鑫達塑膠	高分子復合材料生產商	主動私有化

資料來源：中銀香港經濟研究綜合整理

2、遠離本土市場難以實現企業應有估值。一般認為，本土市場上市更能獲得投資者認同，較好實現企業價值。美國中概股企業管理經營在中國，上市交易在美國，兩者的錯位導致投資者對監管的不確定性和風險的擔憂上升，再加上赴美國上市的企業多為新經濟公司，具有獨特的經營模式，導致資訊不對稱問題更為嚴重，也強化了中概股本已存在的天然“估值歧視”。

從市場表現來看，由於美國科技股市場發展相對成熟以及投資者更關注其中的風險因素，除有完美參照系（如百度）、市值規模龐大（如阿裡、騰訊）的少量重磅中概股外，大批符合中國國情的特殊商業模式公司（如網上徵婚公司）、涉及敏感資訊公司（互聯網金融、隱含消費大數據）以及遊戲類、傳媒類、電影類公司價值一度被嚴重低估。如2014年上市的聚美優品一年間市值縮水6億美元，最終在今年4月15日正式退市；2009年上市的在線遊戲開發運營企業暢遊在今年4月18日完成私有化時市盈率僅為4倍，而轉赴內地A股上市

的企業同期市盈率均超過 35 倍（巨人 40 倍、盛大 35 倍、完美世界 43 倍）。在此背景之下，中概股透過回歸實現價值提升的意願日趨上升。

3、拓寬融資途徑與分散市場風險需求。一方面，除少數重磅股外，大部分美國中概股估值偏低，很難獲得美國主流投資者認可，再融資進程往往受阻，一般在上市 3 至 5 年即考慮另謀發展；另一方面，在中美貿易摩擦逐漸蔓延至金融領域的背景之下，中概股一時成為眾矢之的：不僅成為美國市場監管重點針對對象，做空機構見縫插針、透過發布沽空報告配合市場炒作打壓的情況也屢見不鮮（詳見附表 3）。另外，市場風險還來自中美兩地在市場運行准則、文化差異與監管聯動方面的衝突。如按照中國法律，境內會計師事務所不得直接向境外提供審計底稿，該項規定或有悖於美國資訊披露監管要求，這也是傳出百度或最終退市的原因之一。因此，從美國退市後回歸內地或香港市場（仍可在美 OTC 市場交易），或保留美國上市地位並尋求第二上市既可增加企業融資來源，又可規避單純依靠美國市場面臨的不確定性風險，不失為中概股的務實選擇。

附表 3：近年做空美國中概股的主要機構

機構名稱	涉及中概股
香櫞	新東方、哈爾濱富泰實業
渾水	東方紙業、綠諾科技、分眾傳媒、網秦
美奇金	優信、百濟神州
格勞克斯	旅程天下、海灣資源、中手遊
匿名分析	奇虎 360、58 同程、京東
太平洋廣場	阿裡

資料來源：中銀香港經濟研究綜合整理

4、內地與香港新經濟公司上市氛圍改善。從歷史上看，中概股退市回歸一般須經歷私有化、解除 VIE 架構、借殼或 IPO 上市等三個步驟，相關程序涉及資金與時間成本較高，並面臨不少合規、監管與法律風險。在前兩輪退市潮期間，由於香港對同股不同權企業未放開上市限制，大部分退市企業選擇拆除 VIE 後回歸 A 股，但仍面臨需時較長、審核嚴格以及“殼風險”等因素。以分眾傳媒為例，2012 年開始籌謀私有化，經歷了延遲上市、換殼風波等，2013 年 5 月正式退市，去年 11 月才回歸 A 股上市。另外，在借殼回歸 A 股運作過程中，除借殼費用上升外，殼本身也存在上市公司財務制度與內部監管機制尚不規範、殼方趨於隱瞞對己不利的資訊以及借殼方往往作出樂觀宏大的業績承諾，導致溢價居高不下，給收購方帶來減值風險等問題。

新一輪中概股回歸潮正好與內地與香港上市制度改革步伐相契合。內地方面，CDR 與上海科創板制度改革相繼出臺，近期證監會與上交所分別就試點紅籌企業境內上市規則和具體細則作出調整，深圳創業板註冊制試點和新三板改革也分別啟動；香港方面，2018 年 4 月上市制度改革落地，重點吸引同股不同權新經濟公司、生物科技公司來港和重磅海外上市企業第二上市。兩地新經濟上市氛圍逐漸熱絡，為美國中概股回歸提供更好的制度保障和環境氛圍。

二、中概股回歸前景分析

展望未來，外有中美貿易摩擦延燒至金融領域以及上市監管政策收緊的壓力，內有企業加大融資、實現價值的現實需要，加上內地與香港上市制度改革推進與市場互聯互通優化升級，此輪中概股回歸潮料將會持續。

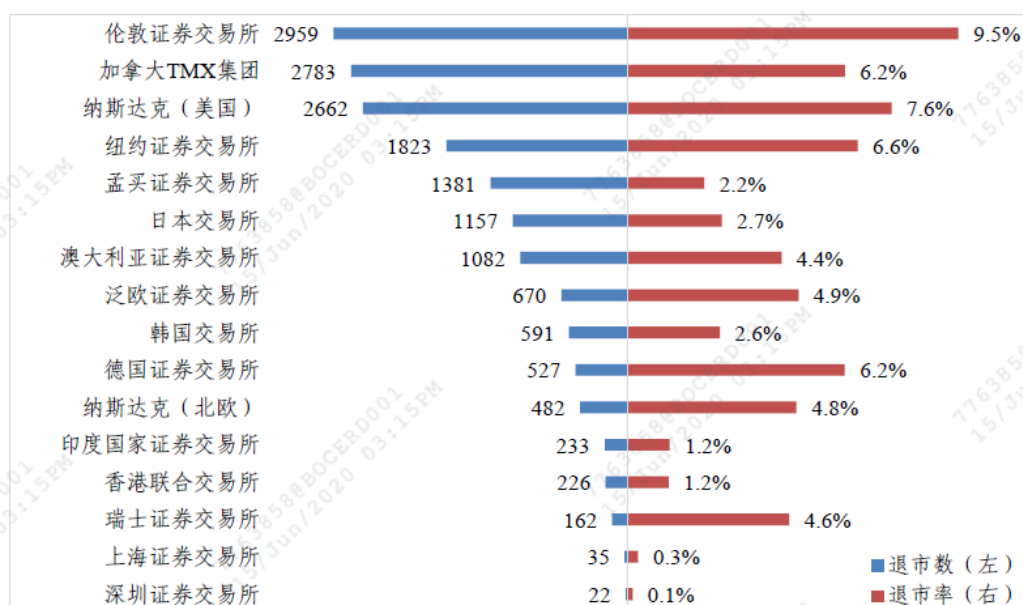
1、重磅中概股保留原有上市地位同時第二上市或陸續有來。根據港交所第二上市的財務指標要求，現在美國上市的百度、攜程、唯品會、58 同城、蔚來汽車、百勝中國、陌陌等 22 家中概股符合要求，其中 12 家為同股不同權企業。由於上海科創板主要聚焦吸引資訊技術、高端裝備、新材料、新能源、節能環保及生物醫藥等六大新興產業企業上市，眾多互聯網企業率先轉擇來港第二上市的可能性較大。

2、中概股退市回歸方式將更趨多元化。自 2015 年起，中概股回歸模式不斷創新：世紀佳緣被新三板企業百合網收購，變相回歸內地市場；搜房網則通過分析旗下資產，與 A 股企業換股並定向增發方式，既完成回歸又保留美國上市公司身份；同年啟動私有化進程的藥明康德透過分拆業務開啟 A+H+新三板上市方式：合全藥業 2015 年 4 月登陸新三板，藥明生物 2017 年 6 月在港交所上市，藥明康德分別於 2018 年 5 月和 12 月在上交所和港交所上市。回歸上市方式更加靈活變通，可望為中概股退市及回歸提供更合適及多元的選擇。

3、中概股回歸會否從“潮起潮落”成為新常態仍待觀察。據去年上海證券交易所對全球主要資本市場退市情況的研究報告顯示，2007 年至 2018 年 10 月期間，全球資本市場退市公司數量累計逾 2.12 萬家，同期 IPO 數量為 1.63 萬家，反映成熟市場上市公司退市是一種常態現象，其中，紐交所、納斯達克、倫交所年均退市公司均約 200 家。相較而言，港交所和內地股市退市案例相對較少（詳見附圖 1），中概股退市引發的關注度難免更高。事實上，就在退市個案不斷曝光的同時，今年 5 月美股整體市場發行總額（IPO+二次發行+

大宗交易) 總額達 655 億美元，創歷史新高。未來不排除隨著內地與香港市場上市、退市形態趨於成熟，美國中概股退市回歸可能從“潮起潮落”轉向常態化。

附圖 1：全球主要交易所退市情況 (2007-2018.10)



資料來源：WFE、上交所研究報告

三、香港角色及啟示

在美上市重磅中概股成功來港第二上市，顯示香港在新一輪中概股回歸潮中發揮顯著作用，繼續擔當全球市場“中國概念”最佳運作地角色，對於保持國際金融中心地位、維護經濟金融繁榮穩定具有重要意義。

1、香港在吸引中概股上市方面具備獨特優勢。一是歷史傳統延續。H 股與紅籌股的發展歷程已成為中國企業國際化發展的成功典範；二是全球 IPO 龍頭地位顯著。去年港股 IPO 集資額 3142 億港元，蟬聯全球市場榜首，是五年中的第四次；三是與內地市場融合度不斷提升。滬深港股市互聯互通機制平穩運行，加上兩地基金互認、債券通以及探討中的粵港澳大灣區理財通，為中概股上市營造良好的市場氣氛；四是香港市場配套服務齊備。作為國際公認的金融中心，香港在上市承銷、審計、會計、律師、稅務等專業服務方面有集群優勢，針對內地經濟金融的配套研究、分析比美國市場更為系統和到位。

2、中美角力下香港的角色更加彰顯。一方面，中美角力從貿易摩擦向科技、金融領域不斷蔓延，美國上市中概股，特別是重磅股勢

必感受到前所未有的壓力；另一方面，儘管涉港《國安法》引發美國可能的反制在短期內對市場情緒有一定衝擊，但從近期港元匯率反覆觸及強方兌換、樓市成交在後疫情時期有所回暖等跡象來看，香港長期積累的司法、監管與國際投資者優勢依然牢固，作為中國內地與全球金融體系連接最重要的樞紐角色難以取代，這也將是中概股回歸的重要考量。

3、香港宜優化制度與強化監管並重，為中概股回歸創造更好條件。

近日恆生指數公司宣佈，網易符合恆生綜合指數快速納入指數規則要求，將於6月26日納入恆生綜合行業指數資訊科技業、大型、大中型股指數及互聯網科技業指數。在重磅中概股第二上市提升港股市場容量、改善市場長期以來對傳統金融、地產、消費股依賴的背景之下，香港未來可從三方面開展工作：一是上市規則可進一步優化。具體可針對擬回歸香港市場的中概股類型作出修訂與補充；二是重要標的可考慮儘早納入互聯互通機制，為將上海科創板、深圳創業板、新三板、香港新經濟上市板塊打造成為新經濟股“共同市場”預作準備；三是強化監管升級與投資者保護。隨著新經濟公司在港股市場的進一步壯大，資訊披露、爭議訴訟等投資者保護相關措施也應與時俱進，未雨綢繆。