

中概股组团归来:回国当个“大胖子”

目前仍在美国股市交易的 190 家中国上市公司中,流通市值超过 20 亿美元的企业仅有 35 家,占比 18%;流通市值在 3 亿美元以下的有 108 家,占比 57%。

中国上市公司研究院

“中概股”曾经风光无限,如今却让许多人心五味杂陈。对国内投资者而言,以互联网巨头百度、腾讯、阿里巴巴为代表的不少国内优质企业纷纷扎根海外资本市场,在业绩高速增长、企业迅速发展壮大的同时,海外投资者赚得盆满钵满,国内投资者却鲜能从资本市场分享到企业成长的成果。对于上市公司而言,在纳斯达克敲响钟声看似一时风光无限,但抛开自己熟悉的客户群体和高估值的 A 股市场,远赴海外重新获得对它们并不熟悉的投资者的认可,在更为苛刻的眼光下成长,这在更多的时候也是一种无奈的选择。

2015 年上半年,A 股市场火爆,市值翻倍的小盘股不计其数,创业板中百倍以上市盈率的股票占据半壁江山。牛市的疯狂令中概股眼红,回归之路正在开启。本文将以赴美上市的中国公司为例,分析中概股“走出去”的历程、估值及其市场表现。

海外上市20年

中国公司赴美上市已有 20 多年的历史。其间,美国证券交易所 (AMEX)、纽约证券交易所 (NYSE) 和纳斯达克证券交易所 (NASDAQ) 共迎来 200 余家中国公司挂牌上市。然而,并非所有企业都在美国资本市场发展得如鱼得水,股价跌破发行价者屡见不鲜,国外资本市场对于中国上市公司财务报表的质疑声不绝于耳。风浪之后,如今依然在三大交易所交易的上市公司共有 190 家,另外 58 家企业先后完成了私有化退市,告别了美国股市。

根据 GICS 全球行业分类标准,如今依然在交易的 190 家公司中,信息技术类公司占到 64 家,包括百度、新浪、网易等知名互联网企业;非日常生活消费品公司占到 43 家,其中包含阿里巴巴、京东商城、唯品会等电商新贵。由此可见,在赴美上市的公司中,高科技、互联网概念公司占了半壁江山。从上市交易所分布来看,在纳斯达克主板上市的公司有 113 家,在纽交所上市的公司有 68 家,在美国交易所上市的有 9 家。这个比例也直接印证了中国赴海外上市公司多为高科技成长型公司的特点。

纵览中国公司赴美上市的 20 年历程,2004 年是一个分水岭。在这之前,赴美上市的公司多以中石油、中国移动、广深铁路为代表的大型国有企业。回过头来看,当时的国企赴海外上市潮确有其时代意义。上世纪 90 年代末,一方面,中国证券市场刚刚起步,制度、规则以及市场参与者都处于摸索阶段;另一方面,当时适逢国企改革期间,国有企业的改制、

现代化管理、透明的财务制度等等都被提上日程。虽然改革并不一定是当时国企赴海外上市的目的,但最终确实借助海外完善的资本监管制度在一定程度上推动了国企公司治理层面的改革。

2000 年,共有 10 家中国企业赴美上市,迎来了中国企业赴美上市的第一个小高峰 (见图 1)。不同于之前以国有企业为主导,这 10 家企业中超过一半为新兴信息技术企业,包括今天已经家喻户晓的新浪、搜狐和网易。同年,全球互联网泡沫达到顶峰,纳斯达克指数从高点迅速回落,低迷多年。此后三年,中国赴美上市公司重回国企领衔时代,上市公司数量稀少,鲜有新兴互联网公司身影。

2004 年后,中国企业赴美上市进入了真正的高峰期。彼时,国内互联网企业初具规模,有大量融资需求,而 A 股市场对上市公司盈利要求的高门槛及高昂的等待成本使得这一新兴产业的弄潮儿把目光投向了海外资本市场,以新兴互联网公司领衔的中国企业以平均每月超过 1 家的速度登陆美国资本市场。2007 年全年,在大牛市的背景下,中国赴美上市公司的数量首次突破了 30 家,这个数量在 2010 年达到了顶峰,当年赴美上市公司数量高达 49 家。此后几年,中概股在二级市场表现欠佳,并且随着 A 股创业板的崛起,赴美上市公司数量锐减,从数量上看又倒退回了 2004 年之前的水平。

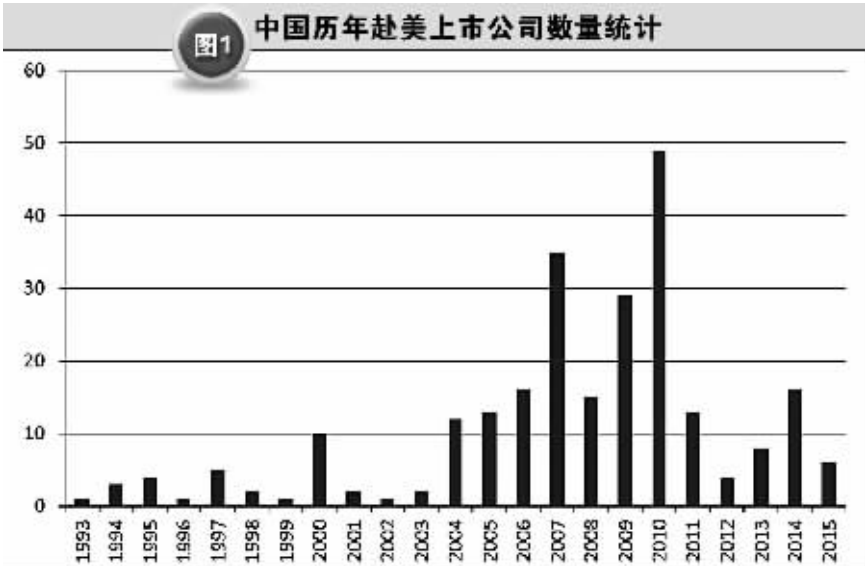
小市值与低估值

目前仍在美国股市交易的 190 家中国上市公司中,流通市值超过 20 亿美元的企业仅有 35 家,占比 18%;流通市值在 3 亿美元以下的有 108 家,占比 57%。而对于整个美国股票市场而言,这两个比例分别是 23%与 34%。可见,与整个美股市场相比,中概股几乎是小盘股的天下。

对于小盘股而言,投资者往往更看重其成长性。在美国上市的中国公司中近三年净利润增长率超过 50%的企业占到 36% (见图 2),与美股和 A 股中这一比例基本持平。而赴美上市的中国公司中近三年净利润增长率低于-50%的企业占到 40%,美股中该比例仅为 25%,A 股中这一比例为 24%,在同为小市值股票为主的 A 股创业板中,这一比例仅为 15.7%。同美股及 A 股对比发现,中概股中虽然不乏优质个股,但整体业绩增长性却略逊于美股和 A 股。

对于美国普通投资者而言,大多数中国公司遥远而陌生,这无疑为上市公司赢得市场高估值增加了难度。事实上,赴美上市的中概股在市场估值方面确实面临尴尬窘境。

目前在美国上市的中概股中,10 倍以下超低市盈率的个股占到 30%,而美



国所有上市公司中 10 倍以下市盈率个股仅有 14%,在中概股更为集中的纳斯达克市场,这一比例更是低至 11.7%。扣除市盈率为负数的股票,A 股市场上 10 倍以下市盈率的公司不到 2%,牛市背景下的创业板更是不见 20 倍以下市盈率股票的踪影。无论相较于美国市场还是中国市场,中概股估值的低迷都使其投资前景愈发黯淡。

尴尬的市场表现

与低估值相对应,赴美上市公司在二级市场上的整体表现也不尽如人意。我们以霍特中概股指数 (HXC) 代表在美国上市的中概股的市场表现,将中概股指数与标普 500 指数、纳斯达克指数、上证综合指数及创业板指数加以对比 (见图 3),并以 2012 年 1 月 1 日作为对比基准日,当日的指数统一调整为 1000 点。

2012 年以来,美国股市经过金融危机之后已逐渐恢复平稳,在之后几年内呈稳定上升趋势。而中概股受国内 A 股波动影响,波动率远高于美股。而且,中概股指数在 2012 年后几乎从未跑赢过纳斯达克指数与 A 股创业板指数。

历史数据显示,中概股行情受美股与 A 股的影响,具有双联动性。2012 年初到 2013 年上半年,中概股走势与 A 股高度相关,其间受 A 股熊市影响,跑输标普指数。2013 年下半年至 2014 年年底,中概股走势转而与美股高度相关,相关性达 70%以上,受美国股市复苏的影响,中概股大幅跑赢上证综指。2015 年 A 股进入大牛市,从图形上看,中概股走势除了振幅外几乎是复制了 A 股走势。但不同于 A 股的大爆发,中概股上涨幅度相当有限,中概股指数从年初至 6 月 12 日的最高点上涨 29%,仅为上证综指涨幅的一半。

可见,对于收益稳定、波动较小的美国市场而言,中概股波动大而收益低,整体不具备投资吸引力。对于波动较大、投机情绪更高的 A 股市场而言,中概股又难以走出牛市行情,上涨潜力相对受限。中概股处境变得更为尴尬。

无论从市盈率还是从近三年市场走势来看,相对于企业业绩,中概股价值显然被低估了。对于成长股,成长预期是其核心价值,而海外投资者由于信息不对称难以把握中概股在中国市场的前景,从而难以给出合理估值。对于这些被低

估的中概股而言,在海外市场的鸿沟难以逾越,而长期低迷的市场表现已影响到部分中概股融资的功能。不少企业已完成并正在进行私有化退市,把希望寄托在了 A 股的回归之路。

回归之路

赴海外上市本是一个无奈的选择。对于新兴的互联网企业而言,国内创业板动辄上百倍市盈率的估值令人心动。但由于互联网行业的特殊性,企业在起步阶段多为“烧钱”时期,有大量融资需求却难以达到在 A 股上市所需要的资产和盈利条件。此外,A 股市场的 IPO 具有一定的调节市场的功能,所以上市公司数量受到了限制,高昂的等待成本也使得部分企业不得不将眼光投向海外市场。

对于赴美国上市的中国企业而言,所承担的不仅是企业市场认可度低、整体估值偏低、市场表现不佳等问题,美国市场对于财务状况披露的高要求、投资者对于价值投资的日益倚重和对企业分红的期待、完善的市场做空机制、高企的退市风险等现实问题都给赴美上市的中国企业造成了不小的压力。

中概股回归将有利于被低估的海外上市公司的价值重估,完善企业的融资能力。更重要的是,我们期待经过了海外健全资本制度洗礼的中概股能为国内资本市场注入新鲜血液,带来正面影响。毕竟,曾经的压力带来的并非都是负面效应,在注重价值投资的市场中,企业若想长久立足并在二级市场取得良好的表现,就必须切实提高业绩,改善企业基本面状况,提高信息披露水平,完善公司治理。回归的中概股也只有继续秉持这些特质才会获得国内投资者更高的认可。

对于国内资本市场,高企的入市门槛和排队成本不仅为新兴企业和欲回归的中概股上市融资设置了巨大的障碍,也使得场内资金无法充分消化,投机情绪浓郁,二级市场股价大起大落,反而不利于企业的发展、决策的制定和实施。市场和上市门槛的逐步开放是必然趋势,随着改革深化,尤其是市场呼声强烈的注册制实施后,将会为更多起步中的企业及回归的中概股提供融资机会,市场资金也将有更多的选择,将企业交由投资者考核,还原一个真正以价值投资为主导的健康的市场。

(助理研究员 范璐媛)



范璐媛/制表 官兵/制图



当有机会获利的时候,千万不要畏缩不前。

——乔治·索罗斯

忌 · 恐惧



证券时报公益广告系列·理性投资