

# 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,如今却让许多人心中五味杂陈。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,市值翻倍的中小盘股不计其数,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余家中企挂牌上市。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。

纵观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。

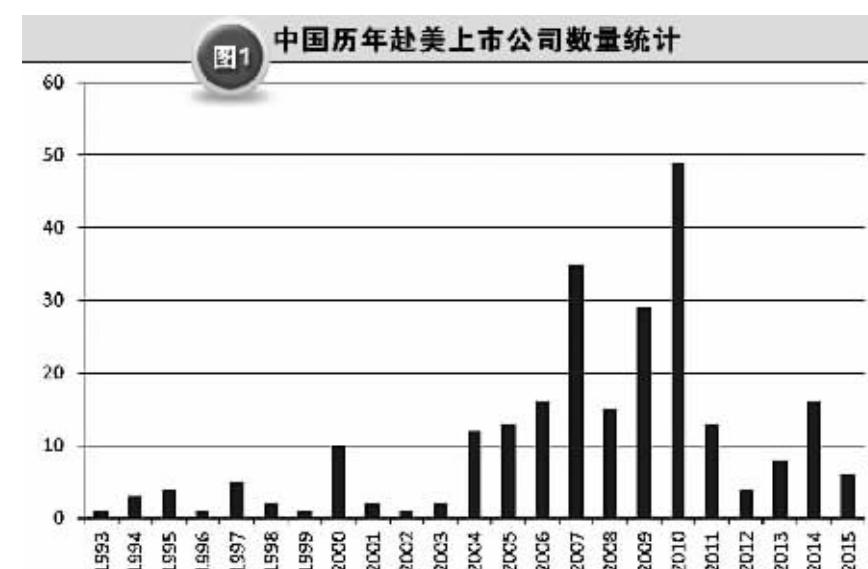
## 小市值与低估值

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。

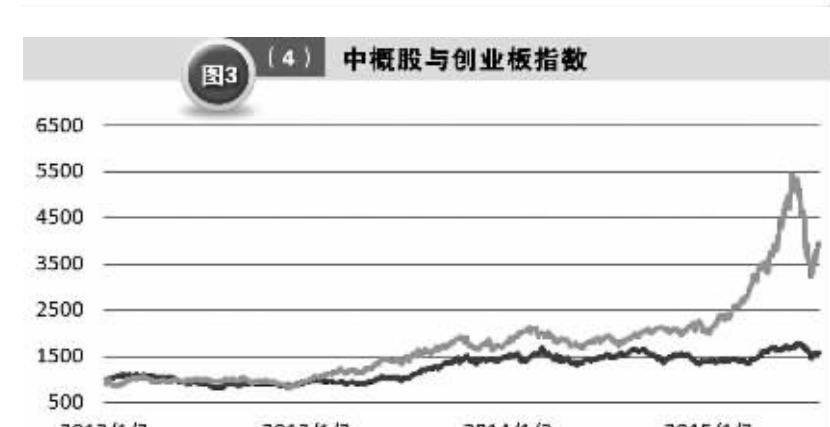
2012年以来,美国股市经过金融危机之后已逐渐恢复平稳,在之后几年内呈稳定上升趋势,而中概股受国内A股波动影响,波动率远高于美股。而且,中概股指数在2012年后几乎从未跑赢过纳斯达克指数与A股创业板指数。

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。

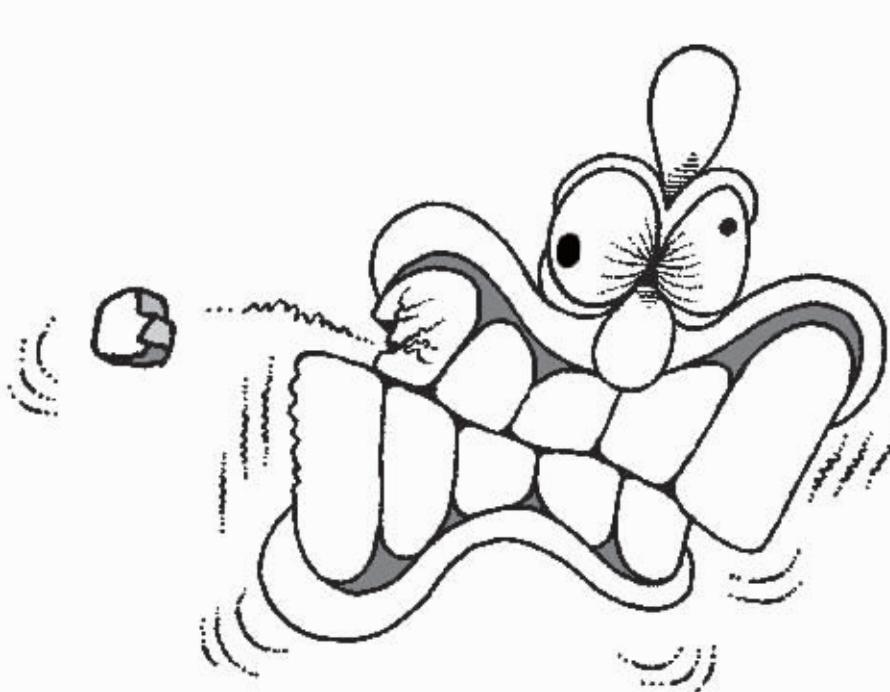
可见,对于收益稳定、波动较小的美国市场而言,中概股波动大而收益低,整体不具备投资吸引力。对于波动较大、投机情绪更高的A股市场而言,中概股又难以走出牛市行情,上涨潜力相对受限。中概股处境变得更为尴尬。

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

(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

