



# 王汉锋：中概股回归之路是否顺畅？



文/意见领袖专栏作家 王汉锋 刘刚寇玥等

## 摘要

中概股回归之路是否顺畅？外部不确定性 vs. 内部制度优化；不同回归方式比较

在美上市的中概股公司面对监管的不确定性，为了防患未然，符合条件的公司可能会逐步选择回归香港上市。相比 A 股，港股在上市条件、周期、资本管制等多方面因素下成为多数公司的首选。不仅如此，港交所也在持续优化其上市制度，为中概股回归创造更好的环境，较多中概股公司回归已经不存在实质障碍，例如 2022 年初生效的最新修订不仅降低了二次上市的门槛，对于 VIE 结构公司主要上市、及海外上市主体摘牌后豁免也做了多项优化。在回归方式上，相比直接 IPO，二次上市优点是时间快门槛低，但缺点是无法纳入沪港通同时也必须保证海外主上市地位不受损，因此我们预计后续双重主要上市也将成为越来越多公司的选择。

## 哪些中概股可能回归？规模与节奏测算

家数上，根据港交所最新修订规则并结合当前数据，我们筛选出 60 家公司或在未来 3 年内满足二次上市条件回归港股：1) 35 家当前已符合条件的公司；2) 25 家公司可能在未来 3-5 年内满足条件；3) 余下 197 家公司目前看依然存在较大差异，不过其市值占比仅有 9% 左右，整体占比不大。需要提示的是，上述对通过次上市的筛选主要从港交所规则的实操

性出发，但实际上一些有能力的头部公司可能直接选择双重主要上市，但并不改变我们的测算结果。从融资规模看，参照已回归公司不同市值的平均新发股份比例计算，我们估算新增融资规模预计在 1,800 亿港元左右，年均新增 600 亿港币，相当于港股 2021 年全年 IPO 融资规模（3,330 亿港元）的 18%，并不算很高。流程上，正常情况下，二次上市从提交 A1 至上市挂牌平均约 50 个工作日。不过由于当前港股 IPO 排队公司已有约 150 家，中概股回归的实际节奏也可能受制于港交所的处理能力。

### 对港股流动性供需的影响？新增融资和潜在减持两个层面

投资者普遍关心中概股回归是否会对港股流动性造成压力，这里涉及到两个层面：一是新增融资，正常情况下，我们上文测算的年均 600 亿港元新发融资规模（相当于港股 2021 全年 IPO 融资规模的 18%）不算很大，但发行节奏存在变数；二是潜在海外投资者减持。在未来面临潜在摘牌的极端情形下，有可能会因此损失部分海外投资者，例如那些只能纳入美国上市股份的海外 ETF 基金、又或者一部分对投资区域、税率、交易工具等有较多限制的海外投资者等。不过，除了比较确定的 ETF 外，其他部分投资者涉及到主观意愿等因素判断难以做到精准的估算。我们根据主要公司的持股结构粗略匡算潜在减持压力可能在 3% 左右，相当于年均 800 亿港元。不过需要再次提示的是，这可能只在摘牌或退市的极端情形下才会出现。此外，上述也只是一个静态的估算，更多资金流入、如纳入沪港通投资范围、公司回购等都可以起到流动性上的对冲效果。而从更长期角度，

我们认为更多中概股回归对港股意义重大，将进一步巩固港股市场作为区域金融中心、以及中国“新经济桥头堡”的地位，也将有助于吸引更多资金在香港沉淀。

回归港股是否就意味着更低的成交和估值？龙头公司或受益于头部集中效应；中长期更多取决于公司质地

相比美股，尽管港股存在整体市场深度相对不足、成交不够活跃（港股过去一年日均成交 1600 亿港币、换手率~80%，成交超 5000 万港币公司仅占 13%）、整体估值中枢较低（当前  $PB < 1$  的公司占比 58%）等问题，但港股市场头部更为集中且距离亚洲投资者更近等特点使得头部和优质公司可以获得很多倾斜，因此龙头公司在市场环境和公司基本面较好情况下，其估值和交易换手率并不逊于美股。不过，须承认的是部分中小市值公司后回归的确也可能面临成交活跃度不足的一些问题。但中期来看，估值和成交活跃度更多取决公司自身基本面。从已回归港股的 15 家公司的案例来看，二次上市后并没有明显改变公司股价和估值走势，甚至换手率也并不亚于美股。正因如此，已回归的二次上市公司已经有相当部分股份转到港股交易。

正文

中概股回归之路是否顺畅？外部环境 with 内部制度

外部环境：政策不确定性或推动更多中概股回归

在美上市的中概股公司面对监管的不确定性，为防患未然，符合条件的公司可能会逐步选择回归香港上市。2020 年以来，中概股面临的外部监管环境不确定性有所增加，一些中资公司被审查乃至停止交易的案例也有发生。近期，美国证监会 (SEC) 根据《外国公司问责法》出台实施细则[1]，加强并明确了对中概股的监管范围及披露义务。同时，中国领先网约车服务商宣布将从纽交所退市，转赴香港。对于在海外上市的中资公司来说，虽然极端风险不是立即发生的，但从长远发展角度考虑，外部压力不断增加会促使更多中概股选择回归中国以备不时之需。

相比 A 股，港股在上市条件、周期、资本管制等多方面因素下成为多数公司的首选。相比 A 股较为严格的上市制度，港股则更加市场化和更具包容性（《中资企业上市：择地、择时、择势》），因此香港也成为海外中概股回归的首选上市地。对于符合条件的中概股公司而言，赴港二次上市对企业没有太多新增成本，同股同权、香港联系汇率制度也可将股份迁移成本降至最低，因此选择回归香港都不啻为一个“百利而无一害”的后备方案。同时，阿里巴巴、京东、网易等一批龙头公司已经赴港二次上市也给其他中概股公司起到带头示范效应。

### 美国《外国公司问责法》影响几何？

2002 年美国安然财务造假丑闻的催化下，美国国会通过了《萨班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)，旨在加强政府对上市公司财务申报及会计事务所的监管。基于该法案，美国政府创建公众公司会计监督委

员会 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB), 旨在监督对上市公司和其他发行人的审计, 以保护投资者的利益。而《外国公司问责法》为《萨班斯-奥克斯利法案》的修正案, 主要要求外国上市公司向美国证监会披露审计细节, 并确定了对长期无法提供审计底稿公司的处罚措施。

《问责法》的核心内容旨在要求在美上市的外国公司: 1) 提交审计底稿, 如果三年无法提供, 或将面临退市风险; 2) 需披露其与外国政府之间的关系并证明其没有被外国政府所有或控制等。而 SEC 于 2021 年 12 月出台的新规则进一步明确了的具体实施细则: 1) 如何识别美国监管方 (PCAOB) 无法完全审核审计底稿的海外发行人, 2) 何时开始实施, 和 3) 判别此类发行人后的披露要求以及退市 (交易禁令) 流程。仅就法案本身而言, 其对美国中概股市场的影响将是巨大的, 最终不符合要求的中概股公司都将面临退市风险。

在此之前, 美国证监会于 2021 年 7 月针对通过 VIE 结构上市的中国企业提出信息披露新要求等等一系列举措使得在美上市的中概股面临持续压力等等。除了直接监管机构, 2020 年 8 月美国财政部在其官网发布总统金融市场工作组《关于保护美国投资者防范中国公司重大风险的报告》, 计划要求已经在美上市的中国公司在 2022 年 1 月 1 日前与美国上市公司会计监督委员会共享工作文件, 加强信息披露要求, 强化投资风险提示, 否则或将面临退市风险。考虑到目前美国无论从监管层面或实施层面均对中

国公司实行强监管，中资企业赴美上市面临更高的审核要求，且若美方持续出台对中概股不利的政策，美国资本市场对于中概股公司的吸引力将大幅削弱，部分拟上市公司或将重新评估对上市地的选择。

### 《外国公司问责法》实施细则与重要时点

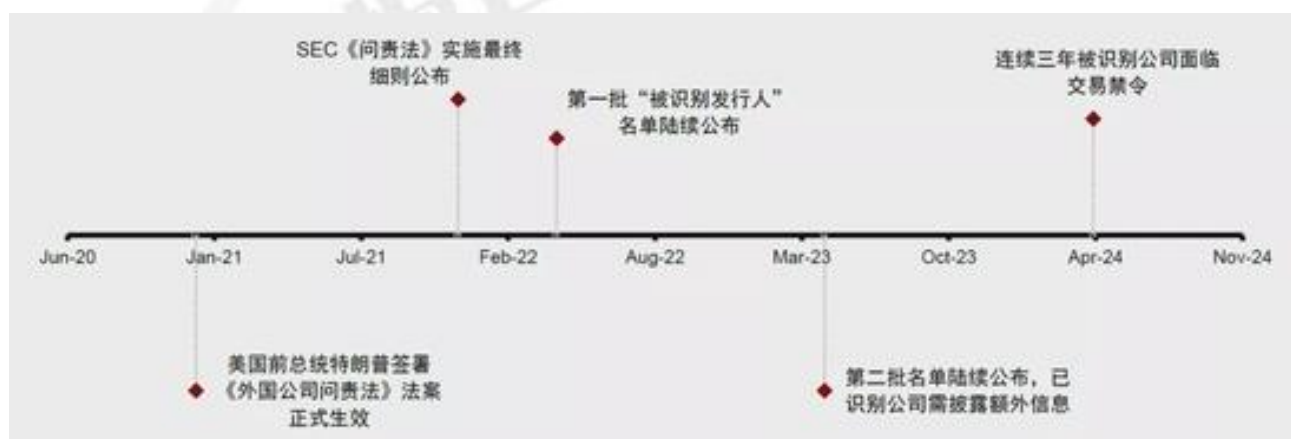
《外国公司问责法》最早于 2020 年 5 月在美国参议院全票通过，2020 年 12 月美国国会众议院投票通过，2020 年 12 月 18 日由前任总统特朗普签署而正式生效。

2021 年 12 月 2 日，美国证监会通过法规修正案，完善了《外国公司问责法》最终实施细则，对包括受监管公司范围、申报及披露义务、以及强制退市程序等问题进行明确，标志着美国证监会对中概股的监管从制度建设阶段迈入了法律执行阶段。

根据美国证监会网站公布，《问责法》实施细则于 2022 年 1 月 10 日正式生效，这也意味着美国证监会最早可将于上市公司公布 2021 年年报后开始对不符合《问责法》相关要求的公司进行识别。因此，首批美国证监会“被识别公司”名单的公布时间最早可能会出现在 2022 年中概股公司陆续提交其 2021 年财报时，即 2022 年 4 月中旬左右。而首批“被识别公司”如果连续三年不能满足《问责法》要求，那么它们将会面临退市风险，即最早面临强制停牌风险也要到 2024 年上市公司披露 2023 年财报的时候。

值得注意的是，由于各个公司的财政年截止日不同，因此“被识别公司”名单是全年滚动披露。首批“被识别公司”是财年截止日为12月31日(对应年报披露时间为第二年4月;财年截止非12月公司将依次顺延)，且审计单位是美国监管方认定为“无法审核”的审计公司。此外，值得注意的是，实施细则对于“被识别公司”规定了额外的申报和披露要求，其中包括其于他国政府关联信息披露。由于披露政府关联可能涉及敏感信息，也不排除中概股在“三年识别期”到来之前便开启从美股退市的流程。

图表 1:《外国公司问责法》潜在实施路线图



资料来源：美国证监会，中金公司研究部

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_36701](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36701)

