

美市中概股退市回歸路漫漫

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

財經述評

今年以來，包括久邦數碼、人人網、中國手遊、聚美優品、奇虎360等一批在美國上市的中國概念股（以下簡稱「中概股」）企業紛紛宣布啟動私有化退市進程，預計私有化交易規模創290億美元新高。有不少企業表示退市後擬回歸A股或赴港上市。然而，在A股及港股市況急劇變化、退市資金與時間成本較高，以及法律監管與合規風險錯綜複雜等因素之下，未來中概股退市回歸前景不容樂觀。

估值普遍偏低為主要考量

談及中概股退市，市場對2011年至2012年發生的中概股退市潮記憶猶新，當時包括新華悅動、樂語

中國、中國安防等多家中概股企業以被勒令退市、主動私有化、退回場外交易、停牌等方式集體退市。渾水等機構以內部管理漏洞、商業賄賂、財務造假指責以及內幕交易為由大肆做空中概股是退市潮湧現的主要原因。

此輪退市的背景有所不同。中概股估值普遍偏低是促使企業退市的主要考慮。目前來看，美國市場中概股的信用危機並未解除，負面新聞、集體訴訟時有發生，加上不少企業業績下滑，始終未獲美國主流投資者認可；集資與再融資較為困難，今年6月11日前僅有3家中概股公司完成IPO集資1.63億美元；股價表現難貼大市。去年美股三大指數屢創新高，但59隻互聯網中概股中有37隻下跌，佔比63%，其中19隻跌幅逾30%。有機構預估，美國市場網路遊戲類中概股2015年市盈率僅為19倍，遠低於A股同類個股的108

倍。

A股市場發展成回歸誘因

去年下半年開始，內地A股市場步入一輪快速上漲周期，創業板指數升勢更為凌厲。暴風科技3月24日登陸深圳創業板，5月13日收穫34個漲停，5月14日股價觸及278.15元人民幣，較發行價7.15元人民幣上漲近38倍。而該公司一季度公告顯示，同期淨利潤按年下降146.72%。相同類型的公司在中美市場市價懸殊：深圳創業板遊戲公司昆侖萬維最高市值436億元人民幣，而美國市場同類中概股盛大遊戲最高市值僅有18.5億美元。

內地政策傾向與制度改革推升了中概股退市回歸的意願。一方面，今年國務院確立推進「大眾創業萬眾創新」政策，5月公布《關於大力發展電子商務加快培

育經濟新動力的意見》，6月提出推動特殊股權結構類企業在境內上市；另一方面，上市註冊制改革漸行漸近。預計《證券法》修訂最快於10月完成三審，擬對新興產業板塊採用多元化的上市指標。

正當美國市場中概股私有化進程如火如荼之時，內地A股市場自6月中旬開始大幅下跌超過三成。除去市況慘澹，中概股退市回歸須經歷私有化、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。

內地自7月3日起暫停IPO活動，為中概股退市回歸增添了更多變數。一般而言，退市的中概股更多選擇回歸A股上市。如果此次內地IPO短期內不能重啟，A股調整期較長加上審批排隊企業數量較多，不排除部分企業轉來港上市。相較於美股市場，香港股市在地域、語言、市場推廣、企業認知度方面均具有吸引中資企業上市的優勢，加上上市財務要求較內地為低、與內地資本市場的聯動日益增強，不失為中概股退市後重新上市的較好選擇。

股災料對港樓市衝擊有限

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

約一個月前，筆者在本欄提及一位德高望重的長者在聚會中說，六月底本港股市見24,000點，當時正值股市27,000點，大家普遍都不相信他。筆者昨日執筆時恒指23,500點，長者的預測竟然應驗。令股市下跌的不是政改不通過，也不是新沙士肆虐，而是內地股災牽連，兼有希臘債務危機、港股承受大量沽壓所致。筆者料今次港股只屬短期調整，無損本地經濟基礎，相信緊張情緒化表現過後，後市將會回復穩定。

內地股市去槓桿化及整頓場外存融融資，導致A股急挫，中央救市包括放寬銀根及推出大股東限沽令等措施。內地投資者面對大量斬倉威脅，部分採取沽售港股甚至海外投資，把資金轉回內地。估計內地現時有三成股份停牌，套現無從下，部分投資者甚至當事人，沽港股套現自保，不排除有外資藉機沽空圖利。

港樓市近日亦受股市大幅調整所影響，當中豪宅相對於中小型樓宇所受影響較大，相信是心理上受到股市表現衝擊居多。買賣樓宇是重大決定，一般人都會考慮當前社會形勢及經濟訊息，持續不利訊息或會令買樓人士遲疑甚至悔約，有報道指新居屋及老牌屋苑如美孚均出現撻訂取消交易個案。豪宅涉及金額較大，在此時此刻假如需要急速套現或需減價求售。

沽樓需時 遠水難救近火

有人猜測或有內地投資者急售港樓套現救內地股市，實際上可能性不大，因為賣樓涉及多個步驟包括放盤、睇樓、洽談、議價、如成功

還需簽署臨約、買家取得銀行按揭貸款、還要等成交期簽買賣契及交付尾數等手續，於是就算成功放盤，也要經過幾個月才能成事。筆者不排除有業主向銀行加按以取得資金作救股用途，但銀行面對急劇變化中的股市狀況，相信亦會審慎評估抵押物的價值變化，然後才作出是否批准加按的決定。

差餉物業估價署公布，五月份住宅售價均創新高，住宅售價按月升0.37%，租金按月升0.8%，當中面積431方呎的小型單位售價按月升0.52%，是升幅最大的一類住宅。這些數字反映近期股市跌之前的狀況。之前政府實施辣稅及金管局收緊按揭等措施，仍未能遏止樓價上升，反為今次內地及港股災或可帶來樓價稍回落，是意料之外的收穫。但相信調整幅度不會太大，尤其中小型樓宇，在本地經濟基礎無受損的情況下，自住需求仍然強大。

發展商投地意慾仍大

另一方面，發展商近期對住宅用地招標所顯示的興趣，似乎完全不受兩地股災影響。萬科剛以38.2億元奪得屯門掃管笏一幅住宅地皮，預計總投資額達90億元，平均樓面地價4,541元，屬屯門區新紀錄。連萬科在內，今次共有十家發展商投標。反觀另一幅市區較小型項目，發展商的反應更強烈，證明對市區樓盤信心大。市建局一個位於筲箕灣西灣河街，佔地約7,643方呎的舊樓重建商住項目，可建64,153方呎樓面，共收到38份意向書，包羅大中小本地及來自內地的發展商，他們看好市區住宅樓的前景，程度可見一斑。

筆者料無論港股市或樓市，雖然眼前或出現不同幅度調整，但應該只屬短期性質，稍後將會回復平穩。對於樓市來說，有短暫利淡因素，反為可以調整一下買賣雙方過強的信心，有利於樓市的健康發展。

越南經濟增長動力可保

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

中國提出的「一帶一路」措施，以及成立亞洲投資銀行，為亞洲的基礎建設提供一定的資金。基礎建設較落後的東南亞國家，預期可以較受惠於有關措施，而越南是其中之一。當地是東盟成員國之一，主要出口的貨品包括原油、紡織服裝、鞋類、水產、大米、咖啡及電子產品等。當地於2007年加入世界貿易組織。

過去一年，由於海外資金持續前住當地投資，令當地去年經濟增長達到6%。當中，工業生產按年增長7.1%，較2013年的增長5.4%理想，主要受惠於海外直接投資帶動同期製造業增長8.5%。至於當地建築業及農業方面，按年分別增長7.1%及3.5%。但由於來自中國的旅客增長放緩，令當地去年旅客量按年只增長4%，較2013年增長10.6%為低，亦拖累當地服務業去年增長只有6%。由於經濟表現較預期理想，帶動當地私人消費按年增長6.1%，較2013年的增幅高1%。

油價走低 通脹壓力舒緩

國際油價過去一年持續下跌，某程度上舒緩了當地的通脹壓力，加上農產品價格未見上升，有利央行推出較寬鬆的貨幣政策，去年下調

淺談希臘債務問題

興業證券（香港）市場拓展部聯席董事

周嘉儀（前無綫電視新聞主播）

2002年歐元區成立之際，人人看好歐盟前景，歐元匯率亦曾一路上升。但現今隨着希臘債務危機等問題失控，為歐元區平添了不少「合久必分」的隱憂。經濟學家和投資界都不斷為希臘把脈，內容主要圍繞她的財政紀律和單一貨幣的問題。

歐元對區內經濟貢獻非淺

希臘財困的成因非常複雜，她沒有石油或礦物資源，卻不乏自然資源。她的財政或缺乏紀律，但她並不是唯一債務高築的歐洲國家。至於單一貨幣，希臘在使用為歐元後其實有不少好處，例如她憑一己之力應不可能將通脹推至近年來的低水平，而單一貨幣亦減低了交易成

本、消除匯率風險，促進她的旅遊業和與各國的貿易。另外，統一的貨幣更讓遊客不敢伺機作亂（希臘的舊貨幣德拉克馬曾在上世紀八九十年代多次被狙擊），可見歐元對提升希臘及歐洲政經影響力實在貢獻非淺。

不過另一方面，這道防線亦成了調控經濟的障礙。面對經濟問題的國家，難以靈活運用貨幣政策化解危機，若問題持續，亦有機會殃及其他盟國。自金融海嘯以來，先進國家以非常手段救市，包括推行「負利率」等措施。不過，儘管歐債危機爆發以來，歐元區高層出盡力維持「貌合神離」，但區內復甦力弱、通縮持續，不少國家仍要「勒緊褲帶」，種種情況再度引起盟國對歐元區存在的疑慮，實在不難想像。

為了維持經濟穩定，也許各國不樂意見到歐盟「合久必分」，但歐元區是否有足夠能力繼續撐下去，仍然要拭目以待各國的智力與耐力。

線上教育增長潛力看好

比富達證券（香港）有限公司市場策略研究部高級經理

何天仲

隨着互聯網迅速普及，近年內地線上教育開始被大眾所接受，發展迅速。內地政府及國家領導人也非常重視互聯網教育的發展，不斷出台支持措施。由於線上教育能夠以較低的成本提供較高質量的教學內容，可以改善內地教育不平衡等等問題。目前內地線上教育尚處於起步階段，盈利模式仍在探索，但資本市場非常看好其發展前景，包括BAT（百度、阿里巴巴和騰訊）在內的互聯網巨頭亦早已投入布局，值得留意。

差異化發展 盈利能力待提升

根據艾瑞諮詢提供的數據，2013年內地線上教育規模為839.7億元（人民幣，下同），使用過在線教育的網民人數不足30%，滲透率仍非常低。根據預測，2015年內地線上教育市場規模將會達到1,200億元左右，未來五年有望保持20%左右的增長速度。據搜狐發佈的數據，2014年內地線上教育領域合計投融資金額超過44億元，其中早教、K12（從幼兒園到12年級）、語言類和職業類教育是線上教育需求最大的幾個領域。

內地近年已放開「單獨二孩」政策，未來全面放開二孩政策機會大，出生率有望持續升高。而眾多80及90後開始為人父母，他們更容易接受在線教育，線上早教市場潛力巨大。另外，據中國統計局的數據，當前內地K12在校學生人數約為1.59億人（不含特殊教育學校），用戶群體非常龐大。當前已有部分學校及學生開始嘗試線上輔助教程，需求增長空間大。

職業教育市場規模逾130億

語言和職業線上教育是當前競爭最激烈，同時也是盈利模式最為成熟的領域。以英語學習為例，目前線上學習的網站很多，但多數規模不大，而新東方、華爾街英語等老牌培訓機構正在積極發展線上教育，競爭力強，有望取得發展先機。此外，職業教育也由最開始的IT培訓，逐步向更多領域擴展。據搜狐的預測，2018年內地在线職業教育市場規模將超過130億元。

目前線上教育整體上仍處於起步階段，競爭激烈，行業龍頭有待出現。短期來看，市場推廣和培養用戶使用習慣等前期投入對資金消耗較大，短期內難以實現可觀盈利。長遠來看，線上教育可以打破時間和空間的限制，加上內地互聯網及移動終端已高度普及，市場需求或可逐步激發出來，推動行業快速發展。

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

滬港兩市變化急 以學習心態應市

投資環境大變天，忙得大家透不過氣來。還記得3月底，國家一紙文件宣布公券基金可投資港股，到滬港通和深港通炒作，加上國企改革和「一帶一路」成為投資者熱切關注的焦點，都刺激滬港兩市齊升。財富效應積聚，市場人氣旺盛一時無兩。然而，從6月中旬開始，一場從內地股市暴跌引起的恐慌逐步蔓延開來，剛開始恒指還算正常，不過，自周一（6日）起，恒指急速向下，周三更現重挫，創出歷史最大下跌點數，一度擴大到2,100點，是日收市跌1,458點，為史上第四大跌幅。

信念改變成不可抗拒力量

說起來，雖然勉強有受希臘公投影響，但考慮到外圍市場，不論股匯債都相對平穩，因此內地及港股股市可算是走自己的步伐居多。顯然，當下投資者的動作有種極端的味道。能夠有此力度，不是一般的改變，而是結構性的或系統性的改變，主要就是由於之前一面倒的信念，現在受到事實考驗，大家一同改變信念，自然有不可抗拒的力量。

今次跌市，一般人的想法，與政府出手救市較晚有關。部分更認為，政策出招似亂了章法，亂了陣腳，是以事倍功半。當外界把連番出招解讀成無計可施，投資者信心不再，絕對是非常大的心理轉變。由最初於2013年底，經過多年的沉寂，絕對死心；到2014年打新股帶來希望，到2014年中大盤反彈有力，升市啟動，有了借助資本市場推動政策的概念；到後來一面倒看好，高度槓桿，而近來在6月中收緊資金後，連鎖反應式下跌，投資者變得甚麼都不信，只因跌停而再沽亦沾不到，令到急於求售的情緒高漲。

要建立信心談何容易，並不是現在封死漲停幾個藍籌股可以解決。對於此次大幅暴跌，我們看到的不僅僅是股票市場的風波，更是整個金融體系乃至社會的風險。此次危機並不同於2008年，這輪牛市，投資者看到財富效應，拚全副身家的大有人在，很多人抵押房子做股本，更利用配資為自己加槓桿。銀行和券商亦如此，看到牛市便開始不重視風控。

在股市大跌後，政府動用資源救市，把券商和社保搭進去，其實機構早就深套，如果大市繼續惡化下去，整個金融體系受損嚴重。若真如此，改革或轉型等一系列國家戰略都將受阻，自然還將引起社會影響，包括失業、社會動盪等等。目前緊急救市，相信可以讓危機減緩，長期仍然看好A股和港股未來走勢。投資者應當理性對市，冷靜分析，評估自身風險承受能力，換一個學習的心態來看待。這次大跌，不僅為投資者上了一課，也是監管部門很好的積累經驗機會。



隨着中央全力救市，A股昨再現較像樣的反彈。圖為上海證券交易所。資料圖片

英國第二大港口第四季營運

資深傳媒人

陸元華

英國第二大港口集團皮爾港口集團（Peel ports Group）規劃投資五億英鎊，發展利物浦港二期貨櫃碼頭和曼徹斯特運河改造工程，正逐漸由藍圖變成事實。預期增加兩個超大型泊位，年設計吞吐量一百萬標箱，今年第四季正式操作。為運河提高通航能力而進行的疏浚已基本達設計要求，可於明年竣工，目標要成為英國西北部地區超級大港。

據集團亞洲太平洋地區董事馬仕德在香港表示，二期貨櫃泊位投資3億英鎊，將通過填海取得20公頃土地和850米岸線，建兩個超巴拿馬型船泊位，可同時靠泊配載13,000箱、各380米長的貨櫃船。目標要成為英國泛大西洋線最大港口，而且是歐洲第一個半自動化操作貨櫃港。規劃已實施年餘，各項工程進度均在預期之中，首期貨場和泊位上先安裝大型岸吊5台、交收貨櫃作業系統已完畢。預計今年第四季可正式試車。

英國的對外貿易是入口大、出口少，與大西洋對岸的加拿大蒙特利爾港、美國西岸港口有頻密定期航線，都用滾裝船裝貨櫃。首期貨櫃碼頭用地佔52公頃，設計年吞吐量也是百萬箱，至2013年處理量已達75萬箱，開始接近飽和，

泊位前水深只有12.8米，船舶以294米長為主，設備和容量已逐漸追不上新時代。加上港口處理貨櫃過於分散，做不到集中交收，效果不佳。新泊位落成運作，舊碼頭可騰出地方進行改造。利物浦港的擴建擴容，優勢是優異的地理位置和背靠經濟腹地，是英國西北部「金三角」城市曼徹斯特、列斯和雪菲爾德的外貿通道。出海口面對愛爾蘭的港口都柏林、貝爾法斯特，有大量中轉箱進出。但目前仍然有大量貨物是在英國南部修成頓港卸下，再用拖車運往西北部，造成高速公路經常交通擠塞和環境污染。

資料顯示，曼城大運河是梅西河上游的其中一段，河面本來水淺航道曲折，小型駁船航行，經濟價值一般，集團收購股權後，全面投資2億英鎊，經重新勘察、規劃、設計成大運河概念，河道拉直、挖深、河面拓寬，設船閘等大小工程後，已改造為一條先進運河，可通航千噸貨船。運河潮漲時水深8米，漲潮時是10.3米，貨櫃輪穿梭港到岸、港到點服務，大大縮短箱貨流通時間。加上沿岸小碼頭扮演喂港，運河的經濟價值大大提高，對利物浦港的泛大西洋線和定期航班，提供不少貨源和貨櫃，相等於英國對外貿易50%入口貨和65%出口貨。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。