

CDR規模不大 難撼港股地位

業界料同股不同權公司最快6月掛牌迎擊

■ 阿里料成爲首批發行CDR回歸A股的試點企業，但分析指規模有限。圖爲阿里主席馬雲。



面對中國證監會爲吸引「獨角獸」上市大開綠燈，香港證監會主席唐家成表示，內地企業以CDR形式回歸A股屬無可厚非，認爲香港非與內地競爭，美國才是本港的競爭對象，而CDR也可暫時處理科技公司回流中國的問題。內地傳媒指，中證監正在加快制訂CDR細則，發行CDR回歸A股將有8家試點企業，當中包括阿里巴巴和京東，至於有傳同股不同權和CDR的小米，則因應香港上市流程，或稍有延後，上市時間表較阿里發行CDR的時間遲。

預託證券成交低 日漸式微

德勤中國全國上市業務組聯席領導合夥人歐振興表示，CDR的發行法規目前仍未知，也不知道能否作融資、發行量有多少，故是否對港交所構成競爭是言之尚早。他又指，本港在國際市場仍有吸引力，如果港交所4月底完成諮詢及接受申請，在美國上市的中資企業5月遞表作第二上市，順利的話，仍可在6月掛牌，趕及與CDR的出台時間表。

投資者學會主席譚紹興接受香港文匯報訪問時更直言，CDR對港交所構成的威脅應不大，主要因爲CDR的發

行量其實有限，觀乎美國上市的ADR正日漸式微，可預期CDR帶來的效果未必太大。他舉例指，港股ADR的發行量，只有正股約5%，所以ADR的成交甚低，近年對港股的參考性也降低了，可謂日漸式微。

買賣成本高 基金興趣不大

至於CDR方面，其實早在十多年前，已一直盛傳中移動(0941)等大型國企，會以CDR形式回歸A股，但結果只聞樓梯響。譚紹興對香港文匯報表示，很多基金不能持有預託證券(DR)作投資組合，是DR近年式微的主因之一。由於預託證券的發行機制，是需要先找到一家金融機構託管股票，再透過該金融機構發出的DR讓投資者間接持股。若有關機構一旦出事，其所發行的預託證券便會失效，基金是不會冒這個風險的。

由於預託證券託管在金融機構中，有關機構需要收取一定的費用，也使得DR相較正股有一定溢價。他又指，一間金融機構的資本水平有限，託管規模便會受限制，例如騰訊(0700)有約4萬億元的市值，若發行10%作CDR之用，有關機構需託管約4千億元股票，這將對有關機構的資本水平帶來極大壓力。

內地研究短期內推出中國預託證券(CDR)，顯示內地與香港的交易所在爭取「獨角獸」企業上市的競爭白熱化，港交所(0388)更因此而在近日被市場力拮，大行如高盛等即下調港交所目標價並將其剔出「確信買入」名單。有消息指，CDR的細則最快於4月底出台，而阿里巴巴及京東等巨擘，最快可於6月發行CDR，意味與港交所最快今夏迎來首隻「同股不同權」公司掛牌的時間一致，令今夏兩地爭奪「獨角獸」的大戰，可能比俄羅斯世界盃更激烈。

■ 文：香港文匯報記者 周紹基



■ 內地計劃短期內推出CDR，被指與港交所爭取「獨角獸」企業上市。圖爲上海證券交易所。資料圖片

CDR對本港威脅不大的原因

1. 預託證券的發行機制若一旦出事，其所發行的預託證券便會失效，令很多基金不能持有預託證券作投資組合；
2. 發行預託證券的機構，其資本水平也有限，託管的規模不可能太大，這使得CDR的發行量受限；
3. 發行預託證券的機構會收取一定的託管費，使得其相較正股有一定溢價；
4. 來港作第二上市股份發行額可以很龐大，也有利相關公司多次集資；
5. 第二上市股份也屬正式股份，持股者可以在股份的第一上市地沽售，但預託證券只有其發行機構才獲承認，認受性有相當差距。

最快年中回歸 阿里料打頭陣

外電引述消息人士指，阿里巴巴最快在今年中，將透過中國預託證券(CDR)方式回歸A股。該名消息人士透露，內地最快於4月底公佈CDR細則，第一批CDR回流A股的企業，最快可在今年中上市。

另外，據了解，現時尚未清楚阿里巴巴的CDR融資規模，惟相信會在100億元人民幣(約124億港元)以上，但相對於阿里的市值來看，發行規模是相當小。

不想錯過第二代「BAT」

阿里巴巴目前在美國上市，市值約爲4,730億美元(約36,894億港元)。內地還希望透過該CDR計劃，吸引其他內地大型科技公司回流A股，包括京東、騰訊(0700)、百度、微博及搜狗等。

內地有多名人士，都曾表達過大型「新經

濟」企業未能於中國上市的遺憾。滬交所國際發展部總監傅浩引述其上司指，A股市場失去了「BAT」(即百度、阿里巴巴和騰訊)，是A股市場的最大損失。他指，失去BAT並非當年不想有關公司在內地上市，而是當年市場不夠成熟。

他表示，未來A股市場不能再承受失去第二代BAT公司，故滬交所將實施「新藍籌行動」，服務新經濟公司，吸引有關公司回歸A股上市。他又提到，滬交所早在10年前，已想推出CDR，但當時因爲時機仍未成熟，因此未有成事，但認爲目前是合適時機。傅浩續指，去年有240隻新股於內地上市，多於一半是新經濟公司，強調不希望內地市場再錯失較優質新經濟股份。

中國證監會副主席周慶民表示，CDR有望很快推出，初期會選擇一批新經濟企

業、一些「獨角獸」企業。至於如何判斷「獨角獸」企業名單，周慶民指出，這需要多個部委共同篩選，包括科技部、工信部等相關部門會給出技術參數，要達到才行。

A股爲獨角獸大開綠燈

深交所總經理王建軍近日更表示，下一步內地可修改公司法，完善雙重股權結構制度，這將有助解決「同股不同權」企業在內地上市的問題。

去年9月，美國知名創投研究機構CB Insights發佈全球「獨角獸」榜單，前10名由美國和中國企業包攬，當中中國企業佔據4席，包括滴滴、小米、陸金所和美團點評。中國企業此次共有56家企業入榜，是全球擁有獨角獸第二多的國家。

譚紹興：港應爭阿里第二上市

投資者學會主席譚紹興接受香港文匯報訪問時認爲，內地交易所要發行CDR，主要是因爲大型的中資股都已上市了，爲加強A股的吸引力，唯有引入CDR，由於發行量不多，旨在滿足一下內地的散戶，對本港正股無論成交或股價，都影響甚微。

第二上市可集資發股票

不過，譚紹興指出，如果阿里巴巴等已在美國上市的公司，有可能因爲發行了CDR，而暫緩來港作第二上市，使阿里來港的日子延後。但長遠而言，估計來港作第二上市會較發行CDR有利，因爲第二上市股份發行額可以很大，且不會受託管機構的規模而限制。

此外，第二上市股份也是正式的股份，舉個例子，如果阿里來港作第二上市，理論上投資者可以將本港的股

份，拿到美國紐約交易所沽售，但預託證券則只有其發行機構才會承認，在股份認受性上差距相當大。

或削港「不同權」吸引力

瑞銀證券中國首席策略分析師高挺稱，CDR制度有兩種可能的模式，包括發行新股融資模式，以及純粹掛牌模式。

境外上市的中資科技公司，可通過發行CDR，獲得充足的融資來支持其營運和擴張，同時其估值也有望因而提升。

他認爲，CDR的推出及A股放寬對獨角獸公司IPO的限制條件，可能對港交所的「同股不同權」改革蒙上陰影，因爲目標公司一定程度上相互重疊，內地批准CDR上市，也意味着中證監默認「同股不同權」和VIE可變利益實體架構。

大行料CDR規模約850億美元

內地和香港都在抓緊新一輪科技公司上市的热潮，高盛料中國的「獨角獸」企業，合計價值高達5,000億美元，爲兩地市場帶來巨大成長潛力。

據該行初步估算，海外上市公司的第二上市或CDR，其發行規模約在850億美元。摩根士丹利的報告則預計，今年年底前可能發行的CDR或只有兩至三隻。

高盛：需求大或有溢價

高盛分析師劉勁津在報告中表示，中概股和「獨角獸」上市的待解問題，還包括資本

管制、溢價、CDR可能面臨的額度、市場流動性和香港第二上市是否符合互聯互通資格，以及CDR和互聯互通之間的同類替代效應等。

大摩：分薄南向資金有限

高盛預計，CDR可能會在某種受資本管制的機制下運行，即資本的轉移，包括發行、分紅、認購、贖回等，將受制於事先確定的額度，故預計CDR初始的發行規模不會很大，由於供給有限，需求卻可能很強，令CDR較正股有溢價。

摩根士丹利認爲，CDR對南向的資金流，並不會有多大的影響，因爲「港股通」的標的股，除了科技股外，還有很多。另外，內地可能會穩步放行CDR，以避免不必要的市場波動，故今年年底前，相信只會兩至三隻CDR上市，而近期內地收緊新股的發行，或旨在爲CDR騰出更多的資金。

該行又預計，CDR發行帶來的資金需求，約在330億至650億美元，折合約2,000億至4,000億元人民幣，佔A股總市值不過0.4%至0.7%，佔A股自由流通市值的0.9%至1.9%。

中美爆貿易戰 港股今料低開400點

香港文匯報訊(記者周紹基)中美貿易戰升級，打擊全球股市，上周五美股三大指數都大跌，其中道指跌425點，較1月底高位已累跌逾一成，技術上進入中型調整。美股疲弱表現也拖累在美國上市的港股預託證券(ADR)跌穿3萬點。中國駐美大使崔天凱暗示，中國不排除減少買美債，以回應美國對中國產品開徵關稅，市場料消息會對環球股債市場造成衝擊，或引致市場出現大量拆倉盤。

崔天凱接受外電訪問時，沒正面回應會否減少購買美債，但稱會考慮所有選項來回應美國行動。適逢美國本周將標售300億美元的兩年期國債，規模是4年來最大，崔天凱的言論可能令美債息率進一步上升，美國的融資成本亦會增加。現時中國是美國最大海外債權人，持美債高達1.17

萬億美元，佔海外持有美債約兩成。

債市恐現拆倉潮

上述消息令美債及ADR均告下跌，按跌幅比例，預計今日港股需低開近400點，並且跌穿3萬點大關。有債券交易員指出，若果中國拋售美債，美債息率將會上升，不單對美元造成升值壓力，也增加融資成本，不利於全球資金流動，也可能令停泊在亞洲的資金，拆倉套現回流美國，可以說拋售美債對雙方都有害。

第一上海首席策略師葉尚志表示，港股自踏入3月以來，都是一個「反覆上落、整固待變」的格局，這個格局演變到最終，只會是大升或大跌的結局，很明顯，大市今次選擇了向下突破。他指出，業績期已過去，港股的支撐動力減弱，加上美國包

括加息及貿易戰等消息紛紛出台，自然拖累港股表現。

目前港股仍處跌勢，由於最大的不明朗因素是貿易戰，這因素並不能在短期內淡化，市場亦暫時缺乏新的利好消息，他估計，資金入市態度保守，恒指有機會下探29,129至29,852點這個區間。他呼籲投資者目前不要冒進，縱使出現小幅反彈，但也只是減碼的時機，如果市場出現恐慌拋售時，更是撿便宜的機會。技術上，恒指的重要支持位在28,000點。

永豐金融資產管理董事總經理涂國彬表示，今年投資市場面臨多個挑戰，不單貨幣政策要正常化，市場波動性亦要回復到以前的水平，VIX指數長期低企的時光將不再復，預期港股會越來越起伏。

他指，美國在上周四公佈對華的貿易措

施後，當地的VIX指數單日大漲逾三成，美股重挫，避險資產如美債、日圓和黃金等走高，都顯示投資者對後市轉趨保守。

騰訊或跌穿400關

對於「股王」騰訊(0700)被大股東減持時，碰上大跌市，涂國彬說，騰訊已跌穿10天、20天、50天及100天線，技術上不排除會跌穿400元支持位，投資者若博反彈，建議不要心急，短期以保守爲主，靜觀其變。

恒指方面，他指需要關注3月5日的29,852點低位能否守得住，若一旦失守，後市恐怕要下探年內低位，即2月9日的29,129點，由於期指本周結算，且只得4個交易日，大市要反彈恐怕不容易。後市除跟進貿易戰，也要留意中資銀行股業績。

港ADR上周五於美國表現

股份	ADR收報(港元)	較港變化(%)
匯控(0005)	74.23	-0.57
中移動(0941)	69.93	-1.23
中海油(0883)	11.44	-0.56
中石化(0386)	6.57	-0.38
聯通(0762)	9.32	-0.52
國壽(2628)	21.73	-1.88
中石油(0857)	5.37	-0.07
騰訊(0700)	411.08	-2.12
友邦(1299)	65.18	-1.31
建行(0939)	7.89	-2.43

製表：記者周兆基