

小米 CDR 急剎 估值傳削 45%

中證監取消發審 港 IPO 影響待觀察

香港文匯報訊(記者 張美婷、莊程敏、孔雯瓊)小米集團的H股+CDR計劃有變，公司昨日公佈，決定先發行港股，推遲在境內發行中國預託證券(CDR)，中國證監會同日亦決定取消對小米的發審委會議，此舉無疑推遲了內地首隻CDR的推出時間。小米推遲發CDR，有消息指是因為公司在估值上和內地監管機構存爭議，同時業內也有人質疑內地紅籌回歸制度未完善。

據路透社引述知情人士稱，推遲發行CDR起因為小米與內地監管機構在CDR估值方面存在爭議。稍早前，國際投行對小米的估值為700億美元至930億美元，以此估算2019年經調整市盈率(PE)達34倍，是蘋果的兩倍多。小米遞交發行CDR申請後，中證監上周曾發佈2萬多字的反饋意見，提出84大問題，每一大問題中還有若干小問題，包括明確要求小米需補充披露每輪優先股融資額、估值、優先股融資總額等。

中證監2萬字長文提84關注

報道引述兩位消息人士透露，在擬議本週稍晚推出香港首次公開招股(IPO)之前，小米與潛在基石投資者討論中使用550億美元至700億美元估值區間，不僅遠低於之前的近1,000億美元，也低於近期小米及其顧問提供投資人的非正式參考下限700億美元。若以其早前的1,000億美元估值計，現在的550億美元，只相當於當初的55%，大幅縮水45%。

有市場人士認為，小米是次推遲發行CDR可能是好事，因其預期估值較高，等在港上市後價格到合理水平，屆時再發CDR對A股市場及投資者將更有利，籲市場耐心等待。

德勤：有利CDR價格穩定

德勤中國全國上市業務組聯席

主管合夥人歐振興指出，由於A股散戶比達90%，內地監管機構關注新經濟企業在內地上市，或造成大量溢價，令資本市場出現波動，而小米的「不確定性」在於其估值較高，監管機構在希望市場有序健康發展的情況下會採謹慎態度，但CDR是A股國際化的長遠方向，下半年相信會有首隻CDR發行，但速度會較慢。

該行另一名聯席主管合夥人紀文和亦指，相信待小米在香港上市後，股價慢慢穩定下來，再到內地上市會較好。CDR對內地市場來說是重大好事，但目前符合CDR發行的公司不多，大部分已於香港或海外上市，不會影響香港作為企業首發市場的地位。

學者：對CDR基金影響微

對於小米暫停CDR計劃，使得剛剛結束個人募集期的獨角獸基金備受市場關注，有聲音擔憂基金建倉是否會因此拖延。對此，經濟學家宋清輝表示，對戰略配售基金而言，不僅是投資獨角獸公司，只要是新經濟企業的CDR和IPO，出現戰略配售的它均可以參與，因此認為對CDR基金影響有限。

還有業內人士則推測，基於戰略配售基金投向標的亦包括債券、銀行存款等固收類資產，不排除先期的CDR基金或以債基形式登陸，更何況當前債券型基金分紅表現還是不錯的。



■小米集團昨天公佈決定先發行港股，推遲在境內發行CDR，其估值更下調至550億美元至700億美元區間。

小米原計劃上市時間表

上市前準備	
5月3日	向港交所提交了IPO申請招股書
6月7日	提交CDR申請招股書
6月14日	更新CDR申請招股書
6月19日	公佈決定先發行港股，推遲在境內發行中國預託證券(CDR)
傳聞上市日期	
版本1	6月28日定價 7月9日CDR上海掛牌 取消 7月10日在港掛牌
版本2	7月9日定價 7月16日CDR上海掛牌 取消 7月17日在港掛牌

業內質疑紅籌回歸制度未完善

投資者保護機制不足

過去幾個月CDR火速上線，為紅籌回歸A股開路，但「無論對於內地大部分投資者，還是市場研究者而言，CDR還是較為陌生的事物。」中國社科院金融法律與金融監管研究基地副主任鄭聯盛當日在一金融論壇上表示，內地很多證券市場研究者、參與者可能還不知道阿里巴巴、京東、百度並非在美國進行普通股發行而是採用信託憑證融資，很多人對存託憑證的研究並不深入，存託憑證涉及的監管框架、法律關係、公司治理、定價交易等相對於普通股更複雜，意味著存託憑證的投資者適當性管理和投資者保護機制需更嚴格。投資者是否真正熟悉信託憑證並具有風險識別及應對能力是投資者保護機制需要重點考慮的，但目前還看不到相關的機制。

鄭聯盛還直言，要警惕A股成為美股的「接盤俠」。從A股和美股的估值情況看，目前美國三

大股指的市盈率均高於上證A股市盈率，然而A股科技板塊估值相對於美股整體甚至納斯達克是各個板塊中最高的，即是說科技型公司在內地市場享受了全球最高估值，以及所有行業(相對美股)最高的估值溢價。「如果大型科技型企業回歸A股更多的是享受自身估值的提升，那麼除了做大自身市值和市場市價之外其意義何在？」

內地融資成本高昂

中國社科院金融所研究員曾剛還建議，有意回歸的企業亦應重新思考，回歸是否真正有利於企業發展。「紅籌企業回歸前，是用國際資本來發展國內業務，回歸後則是用增加國內資本進一步發展相關業務，國內資本和國際資本哪個更加有效？這仍需要觀察。至少從利率水平上，內地融資成本可能高於國外發達市場。」

鄭聯盛從市場建設角度提出，「市場體制機制的改革完善可能比紅籌企業回歸更加重要。」



■內地不少人可能還不知道阿里巴巴、京東、百度等在美國採用信託憑證融資。資料圖片

香港文匯報訊(記者 海巖 北京報導)箭在弦上的小米CDR(中國存託憑證)突然暫緩，與此同時，業內對於紅籌回歸、獨角獸CDR在估值、投資者保護等質疑聲音增高，並建議監管部門重新考慮紅籌企業回歸內地資本市場的潛在影響。

港上半年IPO額503億全球第五

今年上半年度 主要交易所IPO融資額

交易所	金額(億港元)	上市企業(間)
紐交所	1,401	35
納斯達克	934	68
上交所	737	36
德交所	675	12
港交所	503	101

資料來源：德勤

►歐振興(左)指，本港今年上半年新股市場仍然暢旺。右為紀文和。實習記者林沛其攝



香港文匯報訊(記者 莊程敏、實習記者 林沛其)德勤昨發表上半年新股市場回顧展望，統計顯示，上半年本港IPO金額錄503億港元，在全球排行第五。紐交所受惠於今年1月份完成3宗和5月1宗融資金額超過100億港元的超大型新股，當中兩隻融資超過200億港元，以總額1,401億港元高出本港近2倍之勢高踞榜首。上交則以約737億港元排第三位(見表)。

德勤中國全國上市業務組聯席主管合夥人歐振興表示，本港今年上半年新股市場仍然暢旺，主板和創業板上市要求提升，美國縮表與中美貿易摩擦事件，無損中小企業上市熱忱。該行預計下半年本港將有最少5隻集資額逾100億港元的新股登場，5隻巨無霸以新經濟模式運作，並與科技、金融服務和消費行業有關。他又料今年全年將有約180隻新股，集資1,600億元至1,900億元。

料5巨無霸新經濟股港上市

德勤昨天發表的新股市場2018上半年回顧展望報告顯示：截至6月底，香港今年上半年將有101隻新股發

行，較2017同期的68宗增加49%，而上半年集資約503億元，較去年同期的548億元下降8%。由於新股市場在全球新股集資排行榜在第三季度的位置。然而，美元強勢、中美貿易關係趨緊張、中國經濟轉弱，以及英國脫歐持續不確定性帶來波動，影響較大型新股的上市時間窗口和規模。

緩發CDR A股更重質量

德勤中國全國上市業務組A股資本市場負責人吳曉輝認為，創新企業境內發行股票或中國存託憑證(CDR)實施頒佈，以及近日更從嚴的上市申請審核指引出，A股市場會轉為重質不重量的市場。與2017年全年比，今年上半年更少有企業獲通過。中長遠來說，這有機會令資本市場有更多有質量的發行人，穩定性更高。

吳曉輝續指，中國資本市場進一步開放予環球投資者，包括擴大內地和香港互聯互通每日額度，A股被納入MSCI，以及快將開通的「滬倫通」意味着，長期來說，A股的估值將會與其他同類型股票漸漸看齊，而A股市場的走勢也會變得對國際事件更趨敏感。

齊家網擬赴港集資逾21億

香港文匯報訊(記者 張美婷)傳百度有份投資的內地最大互聯網家裝平台齊家網，擬在港發行2.42億股，招股價介乎6.8元至9元，集資最多2.78億美元(約21.78億港元)。該公司計劃將於6月27日起招股，7月5日掛牌；中信里昂證券和高盛為聯席保薦人。

據彭博引述文件報道，該股基石投資者的認購部分，相當於基礎發行量約14%。其中，浙江美大實業及Sea Wise Holdings Ltd.同意作為基石投資者，合計認購約3,400萬股股份。

碧桂園服務總市值250億

其他新股方面，由碧桂園(2007)分拆並以介



■碧桂園服務昨天在港交所主板上市。

紹形式上市的碧桂園服務(6098)昨日掛牌，最高報11.26元，最低報8.8元，收市報10元，總市值最高達到250億元，登上港物業服務板塊第一的位置。成交1.02億股，涉及金額10億元。

畢馬威倡灣區工作個稅減半



■鍾國華建議對在大灣區工作的香港居民，考慮給予個人所得稅率減半的稅收優惠。莊程敏攝

大灣區潮動

香港文匯報 記者莊程敏

在粵港澳大灣區發展規劃即將出台之際，畢馬威會計師事務所中國稅務主管鍾國華昨出席廠商會舉辦的研討會時指出，為鼓勵粵港澳大灣區內的人流互動，及進一步推動內地與港澳深度合作，發揮其獨特優勢，建議對在大灣區工作的香港居民，考慮

給予個人所得稅率減半的稅收優惠；來自大灣區在香港工作的內地居民，其回到內地申報境外所得時也應享減半的稅收優惠。

稅優促大灣區人員流動

他續指，由於國稅總局加大避稅港交易的調查力度，打擊「雙重不徵稅」，內地稅務機關最近亦加強了對外籍人員個人所得稅的管理，香港居民在內地工作的薪金所得亦在重點調查範圍之內，他向港人提出了4大應對建議：第一，由中國境內公司直接聘用需長期在內地工作的香港員工，常設機構風險可有效降低，操作相對簡單；第二，保留香港僱傭關係但派遣到中國境內全職為境內公司工作，員工香港合同繼續生效，可以安排香港支付工資及強積金供款，如安排恰當(合同、派遣後的工作安排等)，常設機構風險可有效降低。

第三，通過對公司進行價值鏈分析，將高價值的業務和人員遷移至香港，並避免其前往內地超過183天，常設機構風險亦可有效降低；第四，考慮現行內地的稅收優惠政策，以合規的方式降低稅務成本，針對符合條件在前海、橫琴、南沙自貿區的境外人才，其在區內繳納的工資薪金所得稅額超過工資薪金應納稅額的15%部分，予以補貼。