

清科观察：解密美国中概股江湖，清科《2014 中概股报告》发布

清科研究中心 2015-02-11 陈斐

2014 年中企海外上市 96 起，其中香港上市 72 起，美国上市 15 起，其余市场 9 起。相较往年，美国市场出现了中概股抱团上市热潮，尤以阿里巴巴在美国上市最受业界瞩目。这股中概股赴美热潮主要是以互联网企业为主力，互联网公司数目占中概股的比重在 1/4 左右，而互联网公司的市值占中概股比重则超过 3/4。另外从 2011 年到 2014 年有 29 支 VC/PE 支持的中国企业赴美上市，其中属于互联网行业有 18 支，占比 62%。由此可见，因此互联网公司的表现对中概股整体表现有着举足轻重的影响。

中概股从迅猛发展到被疯狂追捧、随后丑闻频发转而出现信任危机，并陷入退市和私有化潮的低谷、再到近期逐渐恢复元气，并迎来以2014年京东IPO和下半年阿里巴巴IPO为标志的另一个高峰。鉴于中概股的火热和投资者对中概股的关注，清科研究中心特推出《2014 年美国市场“中概股”专题研究报告》，报告对中概股的发展历程，现阶段的市场状况，行业投资热点和对VC/PE的投资价值进行了剖析。

美国中概股以中小市值公司为主，历史表现为夹心层市场

在美国上市的中概股以中小市值公司居多，大公司相对较少，分化非常明显。截至2014年5月30日，中概股中市值大于20亿美元的公司数占比为12.64%，且大部分都是互联网和科技类公司；排名靠前的公司中只有新东方、迈瑞和新濠博亚娱乐属于其他板块，排名第一的阿里巴巴市值高达2505亿美元，而最小的公司市值仅为200万美元。（见表1、表2）。

表1美国中概股市值分布情况

市值分布	公司类型	案例数	占比
大于 2000 亿	特大型	1	0.51%
100-2000 亿	大型	3	1.52%
20-100 亿	中型	21	10.61%
3-20 亿	小型	55	27.78%
0.5-3 亿	微小型	38	19.19%
小于 0.5 亿	袖珍型	80	40.40%
合计		198	100.00%

来源：私募通 2014.12

www.pedata.cn

表2市值排名前15名的美国中概股

证券简称	上市市值（亿）	行业
阿里巴巴	2505.13	互联网
百度	800.9	互联网

京东商城	338.76	互联网
新濠博亚娱乐	140.69	其他娱乐与休闲
唯品会	123.68	互联网
网易	120.39	互联网
奇虎 360	86.43	科技
携程	76.53	互联网
搜房网	38.37	互联网
新东方	33.82	教育培训
聚美优品	33.01	互联网
微博	36.87	互联网
迈瑞	34.44	医疗保健
飞塔	42.3	科技
汽车之家	52.77	互联网

来源：私募通 2014.12

www.pedata.cn

股票的日均交易量不仅反映了投资者对公司股票的参与程度，同时这个关键的流动性指标也会反过来影响着很多投资者，尤其是大型机构投资者的投资决策。通常美国投资者认为交投活跃、流通好、大型机构可操作的季报指标是平均日成交量至少 100 万股以上。满足考虑到各市场上市公司数量的差异，虽然香港和美国市场中资股整体的日均成交金额远仍低于 A 股，但从单个公司的平均水平来看，美国上市的中概股公司成交最为活跃，其单个公司的日均成交额是 A 股市场的两倍，而年化换手率更是高达 14 倍以上，远高于 A 股市场内 5 倍左右的水平。

大市值明星股由于受到投资者的广泛关注和追捧，交易往往非常活跃。例如，最大市值的阿里巴巴的日成交量是 5107.57 股，是成交量最大的公司；相反，一些中小规模的公司由于不为投资者所熟知，成交量非常低迷，比如而麦考林市值最小，日成交量为 0.64 万股。

从i美股中概30指数来看，2011年5月起，中概指数在中概股信任危机的打击下大幅下挫，开始明显跑输Nasdaq指数。市场波动性方面，中概指数的波动性明显高于同样以科技股居多的Nasdaq指数，尤其在市场处于底部时更是如此，这也反映了中概股股价的波动性普遍要高于美国同类公司的现状。

从与其他主要指数的相关性来看，在中概股信任危机前，中概指数与Nasdaq指数的走势高度相关，两者之间的相关系数维持在>75%的高位。而中概股信任危机使得二者之间的相关性陡然下降，出现了一波“解耦”的现象，相关系数在2013年初一度跌至仅为60%的水平。不过，随着2013年以来中概股市场逐步恢复元气，两者之间的相关性也明显回升，目前基本回到了危机前的水平。

从历史表现来看，中概股是一个夹心层市场，既受到美国市场的影响，也同时受到中国市场的影响。在2010年以前，A股创业板尚未开通，而早期在美股上市的中国科技公司也往

往以美股同行为参考，因此中概股的走势和纳斯达克相关度更大。后来随着2010年A股创业板的开通，以及越来越多的小型中国公司在美股上市，中概股的表现也开始呈现出与A股创业板的关联性。

美股市场的牛市和全球科技股行情是2013年中概股行情的首要原因，但不是全部原因。从前图中可以发现中概股在2011-2012年明显跑输纳斯达克指数，因此在2013年中概股有追落后的行情。而中概股在2011-2012年的明显跑输，源于中概股的两大硬伤，即部分企业的财务造假和普遍VIE结构的脆弱性。当监管机构针对这两个问题进行调查，且做空机构趁火打劫发布做空报告时，将对中概股估值造成额外的剧烈波动。

图1 2010-2014年中概指数



阿里巴巴绩优电商代表，引全球眼光注视中概股

尽管中概股整体估值普遍偏低，但是很多中概股业绩却呈现高速增长，与股价表现形成鲜明对比。比如：统计过去5年营销年均复合高速增长(超过30%)的公司总数有62家，占比达33.5%。但如果仔细评估盈利质量的话，却又让人疑窦重生。如：经营下滑，销售季度环比负增长的公司有75家，占比40.5%。主营业务利润率<0%，主营业务亏损的公司总数66家，占比35.7%。整体亏损，净利润率<0%的公司总数63家，占比34%。每股盈利季度环比负增长的公司总数126家，占比高达68.1%。

从估值水平来看，虽然一些优质明星股，如唯品会、百度都享有较高的估值水平，但由于其他大部分中概股小公司较为沉寂，投资者愿意给出的估值倍数也相应较低，因此中概股作为一个整体，其估值的历史平均水平仍然低于Nasdaq指数。从当前估值水平来看，经过2013年以来一波明显的上涨，中概指数12个月动态市盈率已攀升至19.7倍，大幅超出2006年1月以来15.3倍的历史均值，也略高于Nasdaq指数18.8倍的水平。

从历史上看，除了2008年金融危机期间，中概股都经历快速发展阶段。直到2010年底，美国监管机构SEC对中概股造假问题进行调查，市场对中概股的财务造假情况产生疑虑。2011年6月的支付宝股权纠纷和2012年新东方的VIE结构变动则引起市场对中概股普遍采用的VIE结构的公司治理和政策法规方面的担忧。因此在2011-2012年，在美国上市的中概股因为被市场遗弃而存在系统性的低估。

到了2013年，移动互联网的发展和全球的科技股行情使得以科技概念闻名的中概股估值得到系统性的提升。互联网公司作为中概股的代表估值提升最为明显，但医药、新能源等公司也从关注度提升中收益，经历了估值扩张过程。中概股的持续上涨引发了国内投资者投资美股的“淘金热”。在资金流入推动下，从2013年到2014年初，中概股中出现了好几只翻倍股。但随着尚未发掘的处女地越来越少，“淘金热”步入尾声，超额回报在缩小，而潜在风险在增加。2014年2月底至4月初的全球科技股行情下挫，则给中概股热情泼了一盆冷水。到了5月份后，科技股行情转暖，同时猎豹、京东、途牛等公司的集中上市和阿里巴巴的世纪IPO又将市场的关注焦点重新引向中概股。

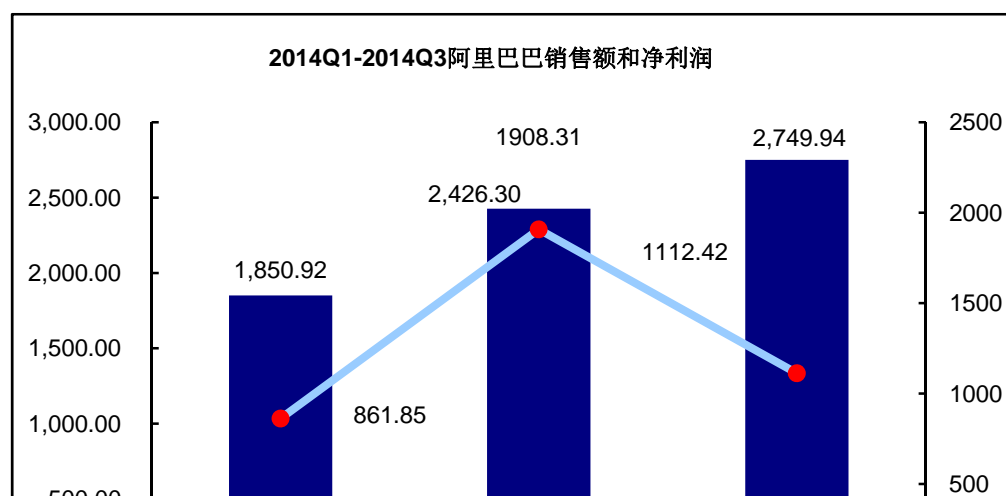
阿里巴巴于2014年9月19日上市，发行价为每股68美元，开盘价为92.7，首日大幅上涨38.07%。截至2014年10月31日，阿里巴巴收盘价为98.60，与首日收盘价上涨5.01%。阿里巴巴是由马云在1999年一手创立企业对企业的网上贸易市场平台。2003年5月，投资一亿元人民币建立淘宝网。2004年10月，阿里巴巴投资成立支付宝公司，面向中国电子商务市场推出基于中介的安全交易服务。2012年2月，阿里巴巴宣布，向旗下子公司上市公司提出私有化要约，回购价格为每股13.5港元。2012年5月21日阿里巴巴与雅虎就股权回购一事签署最终协议，阿里巴巴用71亿美元回购20%股权。2012年7月23日，阿里巴巴宣布调整淘宝、一淘、天猫、聚划算、阿里国际业务、阿里小企业业务和阿里云为七大事业群，组成集团CBBS大市场。2013年4月29日从阿里巴巴集团获悉，阿里巴巴通过其全资子公司阿里巴巴（中国），以5.86亿美元购入新浪微博公司发行的优先股和普通股。

从财务业绩来看，阿里巴巴营业收入为27.49亿美元，较上年同期增长53.7%。营收同比增主要得益于中国商业零售业务的持续快速增长。来自中国商业零售业务的营收为20.80亿美元，占总营收的75.9%，较上年同期增长47.7%。该部分业务的同比增长主要得益于在线营销服务营收和佣金营收的增长。营收成本为人民币55.96亿元(约合9.12亿美元)，占营收的33.3%。而上年同期营收成本为人民币30.01亿元，占营收的27.4%。运营利润

为7.08亿美元,占营收的25.8%,较上年同期下滑17.2%。上年同期运营利润为人民币52.48亿元,占营收的47.9%。基于非美国通用会计准则,EBITDA为人民币84.93亿元(约合13.84亿美元),高于上年同期的人民币65.05亿元。EBITDA利润率为50.5%,低于上年同期的59.4%,低于上一季度的54.4%。净利润为人民币30.30亿元(约合4.94亿美元),较上年同期的人民币49.37亿元下滑38.6%。

综合阿里巴巴集团2014年前两季度数据来看,在今年前三季度,中国零售平台的总交易额已经接近15000亿元。第三季度的GMV增幅接近49%,说明淘宝、天猫平台的交易额增速处于高位,并仍在加速之中。前两个季度,增速分别为46%和45%。而交易额的强劲增长,主要得益于活跃买家数的增长。截至2014年9月30日,淘宝和天猫的活跃买家数达到3.07亿,同比增长52%。这相当于全部的美国人口都在淘宝、天猫购物。受益于平台交易额与活跃买家数的大幅增加,阿里巴巴集团的收入也保持了相应的增长。今年第三季度,阿里巴巴集团的收入达到168.29亿元,同比增长53.7%;按照非美国会计标准调整后的核心业务运营利润为84.93亿元;调整后的核心净利润为68.08亿元,经调整摊薄后每股盈利为2.79元人民币。淘宝与天猫平台整体的货币化比率仍然保持稳定,今年第三季度为2.3%,与2013年同期的2.31%基本持平。

图2 2014Q1-2014Q3阿里巴巴销售额和净利润



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_15336

