

A 股或漸趨港股化

顏安生

早在 2013 年，內地資本市場就在醞釀一次新的大變革，即股票 IPO 發行制度將由核准制逐漸向註冊制轉變，企業上市的定價權將主要交由市場決定。經過近兩年的探索，內地 IPO 註冊制改革終於有了結果，2015 年 5 月 18 日，國務院批轉的發改委《關於 2015 年深化經濟體制改革重點工作的意見》強調，實施股票發行註冊制改革，探索建立多層次資本市場轉板機制，發展服務中小企業的區域性股權市場，開展股權衆籌融資試點。這意味着 A 股市場的註冊制改革正式落地。

內地 IPO 變革與港接軌

衆所周知，內地的股票市場建立於上世紀九十年代初期，當時內地的經濟改革歷時不長，計劃經濟仍佔主導地位，在這種背景下建立起來的股票市場無疑具有濃厚的計劃色彩，因而，所採取的 IPO 制度只能是一種行政審批制。這一發行制度的特點是：股票發行數量和企業均通過下達指標和額度來予以確定，政府有關部門對上市企業進行篩選審批，並做出行政推薦；而證券監管機構對企業發行股票的規模、價格、發行方式、時間進行審查。在中國改革開放之初，該制度對內地國有企業改制、籌資和調整國民經濟結構的確發揮了巨大作用。但隨着市場改革的不斷深入，其缺陷也日益明顯：股票市場供求關係嚴重扭曲，尋租腐敗現象叢生，中小投資者利益不受保護，市場黑幕交易重重。

爲了革除審批制的種種弊端，2000 年 3 月 16 日，中國證監會發布了《關於發布〈中國證監會股票發行核准程式〉通知》，自此，內地股票發行制度開始由審批制向核准制轉變，2001 年 3 月 17 日，內地股票發行核准制正式啓動，這是內地 IPO 發行制度的一項重大改革。核准制改變了由政府部門預先制訂計劃額度、選擇和推薦企業、審批企業股票發行的行政本位，確立了由主承銷商根據市場需要推薦企業，證監會進行合規性初審，發行審核委員會獨立審核表決的規範化市場原則，這當然是一個明顯的進步，但是，核准制只是審批制向註冊制過渡的中間形式，這種制度雖然取消了計劃指標和額度指令，但證券監管機構對上市申請者具有實質性審查權，並有權否決股票發行的申請，因而，證券監管機制掌握着所有上市企業的生殺大權，因而有市場人士戲稱，核准制其實是一種變相的審批制，在核准制背景之下，有關審批制的弊端仍尾大不掉。

目前，內地 IPO 即將實施的註冊制改革，其主要特點是，證券監管部門公布發行上市的必要條件，只要達到所公布條件要求的企業即可發行上市。發行人是否達到目標判斷由證券中介機構負責，證券監管機構只實施合規性的形式審查。IPO 註冊制不僅對證券交易所的獨立性、公正性具有較高的要求，同時，還對會計師及法律事務所的服務水準及工作質素提出了更高的要求。因此，A 股票市場發行制度向註冊制方向轉變，將是資本市場一次全方位的變革。由於香港股票市場所採取的股票 IPO 是註冊制度，所以內地金融界也把內地 IPO 制度的變革說成是向香港學習，與港股接軌。

整體 A 股將趨理性

近年來，由於港股與 A 股的聯動關係越來越密切，香港投資者驚呼港股的表現與走勢日漸 A 股化，有媒體甚至斷言港股已成 A 股衛星。然而，在註冊制發行體制下，從道理上講上市公司的數量已經沒有限制，股票供給將呈無限供給狀態，從而股票估值將會大大降低。在這種背景之下，市場的供求規律將發揮主導作用，那種完全脫離市場背景而出現的暴漲暴跌將會發生轉變，整體 A 股市場將會趨於理性，就好像如今的港股市場一樣，儘管受到 A 股的直接牽動，但港股走勢比 A 股仍要理性得多，或許，今後 A 股會越來越港股化。

拆解「神股風波」來龍去脈

投資者要極度小心，漢能及高銀仔寶只是冰山一角，還有很多泡沫公司會崩盤。

5 月 18 日，一間美國上市的光伏中國太陽能企業英利綠色向市場發表信息，指太陽能光伏市場競爭大、價格低、經營困難，當天股價跌 12%。第二天，英利向美國證監提供文件表示，由於市場環境困難，以及債務高企，未來實際經營有困難。5 月 19 日，英利股價在美國急跌 37%，兩天共跌了一半。香港投資者可能對英利不認識，但英利原來是全球第二大光伏太陽能發電的生產商。雖然英利後來否認經營困難，指市場斷章取義，公司已經及時還了債，但英利在美國急跌，竟然拖累了香港上市、今年的牛市神仙股漢能薄膜(566)。

漢能高銀仔寶共同之處

漢能經營薄膜太陽能，股價在一年之內，由 1.11 元急升至最高 9.01 元。由於漢能一年內驚人的表現，最高市值達到 3700 億元，和長江實業(001)一樣，吸引到國際傳媒的關注及調查。傳媒發現漢能主席李河君，一度成爲中國首富，是來自廣東河源。以電子起家，後來轉營發電，發迹在雲南，成爲金安橋 20 個水力發電站的大股東。至於這樣從電子發展到水力發電大亨，就無從知曉。2011 年入股漢能，把漢能打做成全球最大的太陽能發電企業，股價一年前開始急升，今年最高升至 9.07 元，一度回落至 6.0 元，在崩盤前仍然是 7.4 元。多間傳

媒調查發現很多令人費解的事，例如 2014 年銷售 96 億元，絕大部分是和母公司交易，而毛利率高達 80% 以上，還有母公司欠下漢能大量應收款項。也有傳媒查到公司所謂的建設都基本不存在，或作大。令人懷疑到底公司的故事的可信性。

不過，有一件事是真實，有很多對沖基金沽空漢能。按霍布斯的報告，某間對沖基金 5 月要沽空漢能，發現每天都大量沽空盤，平時有 600 萬股排在前面，有一天高達 1200 萬沽空盤。對沖基金明知漢能股價過高，積極沽空謀利，就在漢能在 5 月 20 日早上開股東大會，管理層忙於開會，不能看緊股市，沽空機構突然發難，幾分鐘內，漢能股價一下子就跌一半。管理層在開會期間被召開，有小股東在會上質問，股價跌了一半怎辦？

到 5 月 21 日，高銀仔寶：高銀地產(283)及高銀金融(530)，同樣地被沽售，股價一度急跌 60%，收市仍跌 40%。兩日之內，三隻一年內升幅最驚人的股票，被人狙擊，股價急挫。和漢能一樣，高銀仔寶一年內升幅驚人，高銀金融由 2.83 元升至多 35.8 元，市值最高升至 2000 億元，大過很多藍籌股包括中電(002)及電能(006)。帳面資產淨值爲 124 億元，市帳率高達 16 倍。而同業國泰君安(1788)市帳率只有 4.8 倍，大型國企銀行例如建設銀行和工商銀行等市帳率只有 1.1 倍，高銀金融的估值是嚴重過高。

高銀地產由 3.68 元升至 29.5 元，市值最高去到 900 億元。帳面資產淨值 124 億元，市帳率去到 5.3 倍，相比藍籌內房股最高的中國海外也只有 2

倍，絕大部分內房股股價對資產淨值都有折讓，通常由 50% 至 70%。相比之下，高銀地產的估值也是過分偏高，高到不能支持的高位。

這三隻股份都有幾件巧合相同的地方，第一是股價自滬港通之後急升，如入無人之景；第二這三隻股份都是港股通成交額最高的股份，有大量內地資金買入，成交量都非常之高；第三，三間公司的股價都是異常超高，比同業估值高幾倍；第四，公司的業績都令人難以置信，盈利過分的好，或完全沒有現金流；第五，對沖基金虎視眈眈，巨額沽空這幾隻股票。有傳聞說，對沖基金描準了這三隻股份，趁機狙擊。第六，市場又發現原來高銀金融是漢能的財務顧問，原來三隻股都是同一班人造的。

妖股現身有迹可尋

要長期托這三隻股份需要大量金錢，最近香港企業債息突然急升，4 月前普通上市公司債息都在 10 厘之下，但一踏入 4 月，香港上市公司債息忽然升至 10 厘以上。最近一間主板公司發債，息率高達 19.5 厘。這段時間又見多間公司股價忽然炒上，升幅數以倍計，很明顯，上市公司集資用來炒股，這樣忽然有這麼多妖股突然在 5 月份出現。投資者要極度小心，漢能及高銀仔寶只是冰山一角，還有很多泡沫公司會崩盤。不合理的股價，一定會跌落來。不真實的帳目，一定會被人揭發。神仙股都有一天會跌下來。

智易東方證券行政總裁 簡常念（作者為證監會持牌人）逢周二刊出

A 股港股誰將更任性

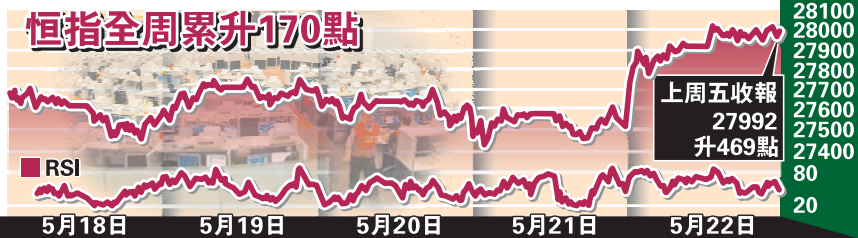
角度來看，港股估值優勢非常明顯，香港是全世界最便宜的市場。

而儘管此前滬港通已經開通，而且內地大媽覬覦香港這片全世界最便宜的市場，但卻依然不敢涉足，爲何？香港股市上市公司漢能薄膜(566)發電、「高銀系」高銀金融(530)、高銀地產(283)的腰斬暴跌或許可以解釋。基金互認之後這個擔憂也許可以迎刃而解，正如你不會選擇商品，那麼有基金可以幫你「代購」——基金帶着你，你帶着錢。

毫無疑問的還有，這項政策的落地，對於目前流動性推動的內地股市，無疑是一項重大利好。其中內地的大藍籌無疑也是開心的。長年以來，銀行地產等高息藍籌股一直是海外資金們的心頭好，且不說近期的 A 股投資者發現，嗅覺敏銳的大佬們已經開始提前布局銀行股了。

「神創板」前程暫未明朗

恒指全周累升170點



問市哪得牛如許，爲有源頭「活水」來。有錢任性的 A 股似乎可以繼續任性下去，而港股似乎也將迅速加入任性的行列。證監會在最新的新聞發布會上宣布被熱盼了三年的內地香港互認基金終於成行，7 月 1 日起，內地和香港的投資者或許可以直接購買對方市場的基金，當然，雙方初始額度各爲 3000 億元（人民幣，下同）。

基金「代購」大媽無憂

市場估計又得再起波瀾。經證監會初步測算，截至去年底，符合互認條件的香港基金有 100 隻左右；截至一季度末，內地符合互認條件的基金有 850 隻左右。據估計，互認開門一開，中國逾 6 萬億元公募基金有望出海，同時也爲國際資金進一步開啓中國投資大門打下基礎。

不過，需要思考的問題是，當「有錢人」蜂擁而至，哪個市場會更加任性？

有估值優勢的香港市場無疑很開心。雖然從 2009 年盈利不斷增長，但香港市場的估值在不斷走低，此前交銀國際董事總經理兼首席策略師洪灝就指恒指即使到了 32000 點，港股也就是 13 到 14 倍左右的估值，從這個

不過問題得分兩面。此前一騎絕塵的「神創板」的前程就暫未明朗，一旦心猿意馬的投資者們看到了大藍籌的香餡餡，很可能迅速掉轉槍頭，更不用說「南水」會否爲抱團基金接盤成爲俠之大者也是未知數。

當然，期待一舉在港股市場發家致富也是不現實的，6 萬億元可不是一筆小錢，在僅僅只有 100 隻香港股票基金可供選擇的基礎上，這筆「出海」資金能掀起多大浪花也值得再度觀察。

俗話說的好，世間安得兩全法，雖然這套兩全其美的政策，或會推動未來 A 股及港股的「牛市」征程，但是短期來看，說不定總有港股蓋過 A 股風頭的結果。不過炒股炒預期，雖然目前意義多於實質影響，但是可以肯定的是，未來 A 股港股互通並不只這一步，而牛市肯定繼續，只是，兩地的投資者們準備好了嗎？

騰訊財經