招商证券（香港）有限公司
证券研究部

策略报告

东边日出西边雨：关于中概股的思考

- **美国参议院通过《外国公司问责法案》，中概股面临退市风险**
- **中美双边监管合作协议的达成尚需时日**
- **香港交易所将受益于中概股二次上市**

郭圆涛, PhD
+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA, CPA
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD
+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

新法案的通过或令中概股面临风险。2020 年 5 月 20 日，美国参议院一致通过了《外国公司问责法案》，该法案规定在美上市中国公司如连续 3 年未能满足上市公司会计监督委员会（PCAOB）对会计师事务所检查要求的，将禁止其证券在美国交易。该法案获得了两党支持，很有可能被签署成为法律。目前美国市场有 238 家总部位于中国内地和香港的公司，其会计师事务所不在 PCAOB 的检查范围之内。这些公司的总市值为 1.7 万亿美元，占所有在美国交易所上市公司总市值的 5.4%。

中美法律存在冲突。中国有关国家机密的法规和证券法禁止海外证券监管机构直接在中国进行调查取证，这意味着 PCAOB 在检查中国境内的审计工作底稿方面受到了限制。此外，未经中国证监会批准，中国公司不得向境外机构提供文件和材料。尽管两国监管部门过去数年保持沟通，但双方仍尚未就此事宜制定出可行的合作监管模式。

香港交易所将受益于中概股二次上市。由于退市风险加大，中概股近期出现赴港第二上市潮，其中网易（NTES.US）和京东（JD.US）是回归先行者。此前阿里巴巴（9988.HK/BABA.US）在 2019 年底的第二上市是一个成功的典范。我们根据以下港交所主板上市规则筛选了在海外上市的中国公司：1). 在纽交所、纳斯达克和伦交所主市场上市；2). 至少两个完整会计年度期间保持良好合规记录；3). i) 预期市值至少为 400 亿港元，或 ii) 预期市值至少为 100 亿港元，且营业收入至少为 10 亿港元的大中华区发行人；4). 创新型公司。我们的筛选结果显示，包括百度（BIDU.US）、好未来（TAL.US）、携程（TCOM.US）在内的 22 家公司已具备在港交所第二上市的资格，而另外六家公司，包括拼多多（PDD.US）和哔哩哔哩（BILI.US），则将在明年符合在港交所第二上市的资格。

纳入指数和港股通有望提供便利。经过近期的改革之后，恒生指数将于今年 8 月开始纳入第二上市的股票。此外，我们预计第二上市公司将在不久的将来获准纳入港股通，成为南下资金投资标的，这也将为中国内地投资者直接投资“新经济”领域的海外上市中国公司提供途径。

相关报告

1. 通往白宫之路(2020/06/04)
2. 香港再次成为中美争端的焦点(2020/06/01)
3. 线上路演反馈(2020/05/21)
4. 绝地求生 II：对经济衰退和资本市场的思考(2020/05/12)
5. 绝地求生：对新冠疫情带来的经济衰退的思考(2020/04/28)
6. 香港经济状况堪忧；政府出台新政干预(2020/04/09)
7. 民以食为天(2020/04/08)
8. 美国刺激政策短期利好；是否力挽狂澜且行且看(2020/03/26)
9. 回望，历史可否照见未来？(2020/03/23)
10. 千金散尽还复来？(2020/03/18)

中概股将面临更不利的法律法规

美国参议院通过了一项针对在美上市中国企业的法案

2020 年 5 月 20 日，美国参议院一致通过了《外国公司问责法案》。该法案由路易斯安那州共和党参议员约翰·肯尼迪（John Kennedy）和马里兰州民主党参议员克里斯·范·霍伦（Chris Van Hollen）共同提出。在该法案获参议院通过的当日，加州民主党众议员布拉德·谢尔曼（Brad Sherman）在众议院提起了一项内容一致的法案。谢尔曼是众议院金融服务委员会的投资者保护、创业和资本市场小组委员会主席，正是众议院中对该法案具有管辖权的主体。

该法案的主要影响在于，任何在美国证券交易所上市的公司如连续 3 年未能满足上市公司会计监督委员会（PCAOB）对会计师事务所检查要求的，将禁止其证券在美国交易。此外，该法案还要求在美上市公司应披露是否为外国政府所有或控制。

该法案的条文内容以及参议员 John Kennedy、Chris Van Hollan 和众议员 Brad Sherman 发布的声明都表明，该法案主要明确针对在美上市的中国企业。

在美国，一项法案要想成为法律，必须经过参议院和众议院的批准，并由总统签署。除了已经获得参议院批准外，美国证监会主席克莱顿（Jay Clayton）最近也公开表示支持这一法案。该法案得到了两党的共同支持，极有可能被签署成为法律。这一法案出现在中美摩擦升温的背景下（详情请参考图表 1）。

6 月 4 日，美国总统特朗普发布了《关于保护美国投资者免受中国企业带来重大风险的备忘录》（Memorandum on Protecting United States Investors from Significant Risks from Chinese Companies），要求总统金融市场工作小组讨论对美国投资者和金融市场的风险，并在 60 天内向总统提交报告。这份报告具体应包括，行政部门可能采取的保护美国投资者的措施的建议；对美国证券交易委员会（SEC）以及 PCAOB 可以采取的针对 PCAOB 注册的会计师事务所未能提供所需审计工作底稿所采取的检查或强制行动；SEC 或其他联邦机构应采取的保护投资者免受中国公司风险的其他行动建议。

图表 1：中美摩擦升温

中美摩擦：时间表	
4 月 19 日	特朗普称，中国存在故意让新冠疫情爆发的可能，并且应该为此承担后果。
4 月 30 日	特朗普说他认为中国处理新冠疫情的方式证明，中国政府“将尽其所能”让他在 11 月的总统竞选中连任失败。
5 月 3 日	美国国务卿蓬佩奥表示，有“大量证据”表明，此次新冠大流行起源于武汉的一个实验室。
5 月 8 日	当被问到关于武汉病毒实验室和新冠病毒之间联系的报告时，特朗普对记者说“发生了一些事情，可能是无能，有人很愚蠢。”
5 月 13 日	美国联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB）发布声明，称将推迟计划已久的对其国际投资组合构成的调整。此前，白宫对其国际投资计划表示了担忧。FRTIB 是一个为 590 万雇员管理储蓄计划（TSP）的政府机构，拥有 5,940 亿美元资产。此前 2019 年 11 月，FRTIB 决定使用包括中国企业在内的 MSCI 全球除美国外可投资市场指数（MSCI All Country World ex-US Investable Market Index）作为其国际股票基金的基准指数。
5 月 15 日	美国商务部宣布计划限制华为使用美国技术和软件在海外设计和制造半导体的能力。美国工业与安全局正在修改其长期在国外生产的直接产品规则和实体清单，狭义且战略性地针对华为获取半导体的交易，这些半导体是某些美国软件和技术的直接产品。
5 月 23 日	美国商务部宣布，将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，当中包括奇虎 360、云从科技、哈尔滨工业大学等。
5 月 28 日	美国国务卿蓬佩奥发布关于香港《国安法》的声明称，香港不再享有高度自治权。之后美国总统特朗普又宣布将对中国及香港特别行政区采取所谓制裁措施。
5 月 29 日	美国总统特朗普在白宫举行新闻发布会，谴责中国推行港版《国安法》。同时，他声称将指示政府官员展开撤销香港特殊待遇地位的程序。除少数例外，这些行动将影响美国与香港达成的所有协议，其中包括引渡条约以及对军民两用技术产品的控制。特朗普还表示他将取消香港作为中国一个单独的海关和旅游地区所享有的优惠待遇。他还表示美国国务院将修改对香港的旅行警示“以反映中国国家安全机构的监视和惩罚的危险增加”。
5 月 29 日	特朗普发布总统声明，宣称接受“中国军民融合战略”资助或为实施“中国军民融合战略”的实体进行研究的中国学生和学者将禁止进入美国从事研究生水平的研究工作。美国国务卿还将考虑是否撤销目前被怀疑拥有军事背景持有 F（学生）或 J（访问学者）签证现居美国学习的中国公民的签证。
6 月 3 日	特朗普政府称从 6 月 16 日开始禁止中国载客航班飞往美国，称这是对中国政府对美国公司实施类似禁令的反制措施。

资料来源：彭博新闻、华尔街日报、招商证券（香港）

PCAOB 对中国会计师事务所的审查存在困难

PCAOB 是根据 2002 年的《萨班斯·奥克斯利法案》设立的，而这一法案是在安然（Enron）和世通（WorldCom）等一系列会计丑闻之后通过的。PCAOB 成立的初衷是检查上市公司的审计工作，确保上市公司向公众提供的信息准确、独立和可靠。PCAOB 已通过跨境协作在全球 50 多个美国以外辖区开展过审计工作的检查活动。它是国际独立审计监管机构论坛（IFIAR）的活跃成员，该论坛由全球 53 个独立审计监管机构组成。PCAOB 还与 23 家外国监管机构签订了合作协议，根据协议，PCAOB 可以与这些监管机构开展联合检查行动，也可以与这些辖区的监管机构共享检查结果。

PCAOB 无法在中国检查审计工作底稿是一个存在了十多年的难题。根据美国证券交易委员会在 2018 年 12 月发布的一份公开声明[1]，PCAOB 在中国境内检查会计师事务所对主要业务在中国且在美国上市的公司进行的审计工作（包括香港的会计师事务所对在中国大陆有业务的客户的审计）受到限制。这些限制有两个方面：

1) 限制获取留存中国境内的账簿和记录：根据中国有关保护国家机密和国家安全的法律，与在中国境内发生的交易和事件有关的商业账簿和记录必须保存在中国境内。中国还限制审计机构将其在华工作的文件转移到境外。
2) 限制 PCAOB 对审计工作开展的检查：PCAOB 于中国检查在其注册的会计师事务所的审计工作（包括香港的会计师事务所对在中国大陆有业务的客户的审计）受到限制。

按中国证监会和国家保密局、国家档案局 2009 年联合出台的有关规定，对于境外监管机构对境内机构进行现场检查的，有关公司“应当事先向证监会和有关主管部门报告”；涉及需要取得批准的事项，“应当事先取得有关部门的批准”。此外，检查需主要由中国监管机构进行，境外监管机构将不得不依赖于中国监管机构的检查。

2019 年 12 月，新修订的《中国证券法》也专门增加一条规定，“境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动；未经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意，任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料”。这条规定意味着上市公司和审计机构即使自愿向 PCAOB 提供资料，也无权这么做。

亟需双边合作，但或将需时达成协议

近年来，两国监管机构就 PCAOB 增加其在中国获取审计工作底稿开展了对话，但进展甚微。中国监管机构愿意提供的条件与美国证券监管机构的要求之间仍存在显著分歧。

5 月 24 日，针对参议院通过的《外国公司问责法案》，中国证监会表示坚决反对这种将证券监管政治化的做法。中国证监会在其网站上发布声明，指该法案中的一些条文是直接针对中国，而非基于证券监管的专业考虑。中国证监会还表示，该法案完全无视中美双方监管机构长期以来努力加强审计监管合作的事实，并在声明中提到，中方于 2017 年协助 PCAOB 对一家中国会计师事务所开展了试点检查，2019 年以来又多次向 PCAOB 提出对会计师事务所开展联合检查的具体方案建议。

[1] 详情请参见 ‘Statement on the Vital Role of Audit Quality and Regulatory Access to Audit and Other Information Internationally—Discussion of Current Information Access Challenges with Respect to U.S.-listed Companies with Significant Operations in China’ (https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-vital-role-audit-quality-and-regulatory-access-audit-and-other)

中概股是离岸中国市场的重要组成部分

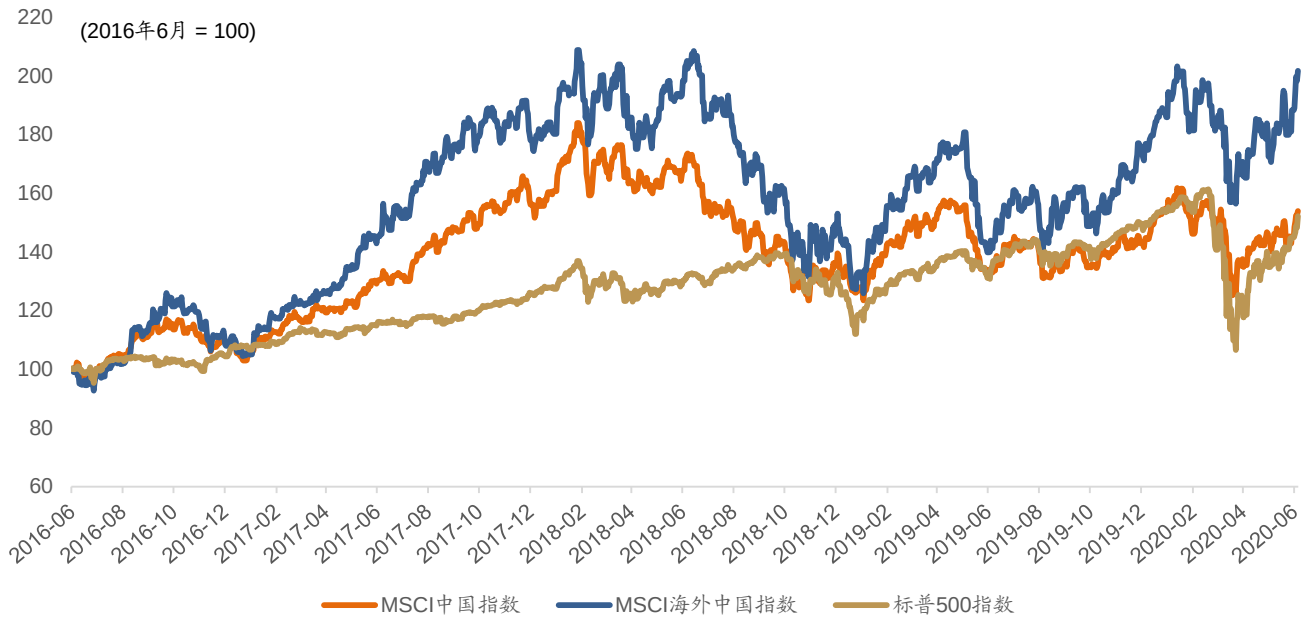
PCAOB 公布了一份上市公司名单，这些公司是在 PCAOB 注册的会计师事务所在美国以外的国家/地区的审计客户，而 PCAOB 在这些地区被拒绝进行审计检查。该名单定期更新，最后一次更新是在 2020 年 4 月 1 日。目前共有 264 家海外公司的审计机构不在 PCAOB 的监管范围之内，其中 238 家位于中国大陆或香港，其余的则来自法国和比利时。这些中国和香港公司的总市值约为 1.7 万亿美元，占所有在美国交易所上市公司总市值的 5.4%。市值排名前几名的公司包括阿里巴巴、京东、百度等互联网巨头，以及中国移动、中石化、东方航空等国企。

目前，MSCI 中国指数权重中有 29.2%在美国上市，59.1%在香港上市，11.6%在中国内地上市（注：中国 A 股目前以 20%的纳入因子被纳入 MSCI 中国指数）。阿里巴巴、京东、百度和网易这四家中概股巨头合计占 MSCI 中国指数权重的 21.8%。（MSCI 中国指数于 2015 年 12 月首次纳入在美上市的中国企业，第二批于 2016 年 6 月纳入）。

中概股更集中在“新经济”领域。可选消费（包括电商）和通信业务在 MSCI 海外中国指数中所占权重分别为 82.4%和 13.5%，而在 MSCI 中国指数中所占权重分别为 31.8%和 21.2%。

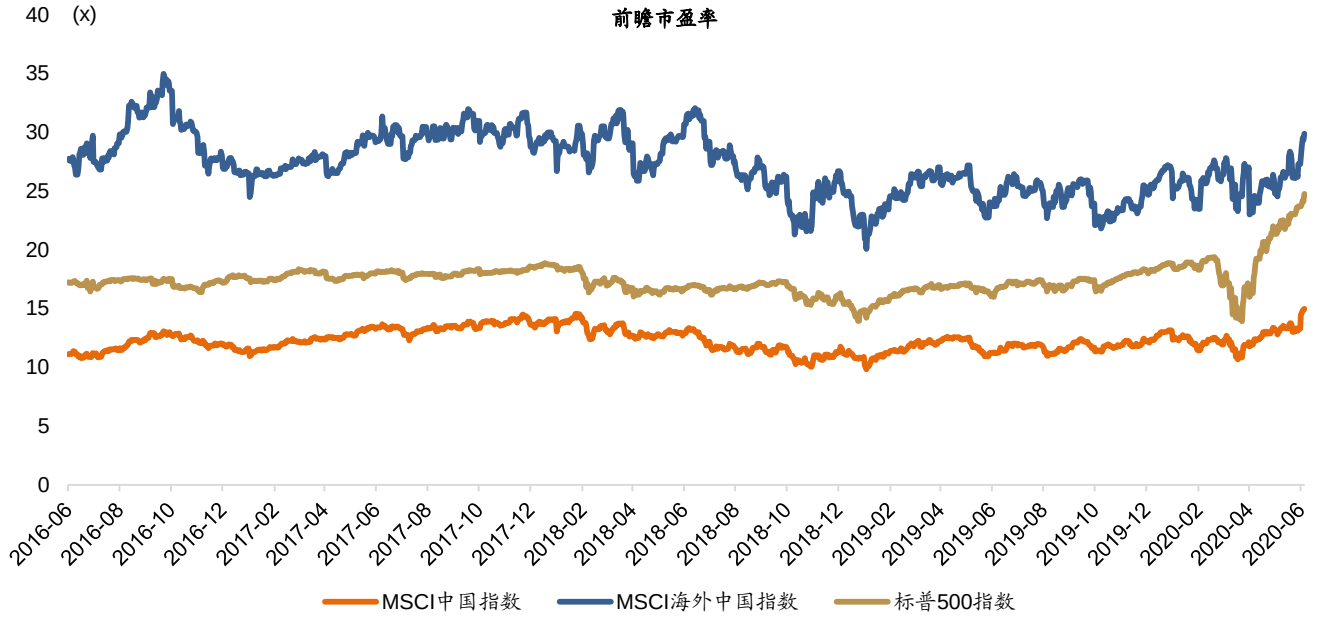
过去几年来，在美上市的中国股票跑赢大市。2019 年，MSCI 海外中国指数分别跑赢 MSCI 中国指数和标准普尔 500 指数 18%和 10%，2020 年迄今则分别跑赢了 9%和 10%。MSCI 海外中国指数目前的前瞻市盈率为 29.9 倍（过去 3 年均值：26.8 倍）。其估值高于 MSCI 中国指数（目前为 15.0 倍；过去 3 年均值：12.3 倍）及标准普尔 500 指数（目前为 24.8 倍；过去 3 年均值：17.3 倍），因为其大多数成分股是在“新经济”领域。

图表 2：在美上市的中国公司股票近年来跑赢大市



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图表 3：在美上市的中国公司股票与在香港上市的公司相比估值更高



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图表 4：在美上市的中国公司主要集中于可选消费和通信业务行业

	MSCI 中国指数	MSCI 海外中国指数
可选消费	**31.8**	**82.4**
零售	*25.2*	*72.1*
消费者服务	*3.5*	*9.7*
耐用消费品与服装	*1.7*	*0.0*
汽车与零部件	*1.4*	*0.6*
通信业务	**21.2**	**13.5**
媒体与娱乐	*18.5*	*13.5*
电信	*2.7*	*0.0*
金融	**16.8**	**0.1**
银行	*10.2*	*0.0*
保险	*4.9*	*0.0*
多元金融	*1.7*	*0.1*
医疗保健	**5.2**	**0.8**
工业	**5.1**	**2.6**
房地产	**4.8**	**0.0**
信息技术	**4.6**	**0.7**
日常消费	**4.0**	**0.0**
能源	**2.4**	**0.0**
公用事业	**2.2**	**0.0**
原材料	**1.9**	**0.0**
总计	**100.0**	**100.0**

资料来源：彭博、招商证券（香港）

在香港第二上市愈加受企业欢迎

回归先行者

美国议员们声称，推行《外国公司问责法案》是为了营造公平的竞争环境，为投资者创造更高的透明度，而不是迫使中国企业放弃其上市地位。此外，若 PCAOB 无法检查审计记录，退市也需要至少三年后才能实施。尽管如此，众多上市公司仍快速采取行动以避免出现不良后果（图表 5）。

目前网易和京东的第二上市申请已获得港交所批准。这两家公司分别计划于 6 月 11 日和 18 日在香港上市。此次售股预计分别集资 27 亿美元和 40 亿美元。此外，新闻报道称，百度和携程也正考虑在香港第二上市。此前，阿里巴巴于 2019 年 11 月完成了具里程碑式的第二上市，集资 129 亿美元，成为港交所 9 年来规模最大的交易。

图表 5：在美上市的中国企业于香港的上市情况

已上市	
百济神州	2018 年 8 月 8 日，百济神州开始在港交所挂牌上市。该公司在第二上市中集资 9.03 亿美元，是第一家根据港交所新规进行第二上市的公司。
阿里巴巴	2019 年 11 月 26 日，阿里巴巴开始在港交所挂牌上市。该公司在这次上市中集资 129 亿美元，为港交所 9 年来规模最大的售股交易。上市首日股价上涨 6.6%。
即将上市	
网易	6 月 5 日，公司确定在港第二上市的股份最终发售价为每股 123 港元，募集资金总额预计约为 27 亿美元。这次售股占交易完成后公司已发行股份总数约 5%。公司将于 6 月 11 日挂牌上市。
京东	6 月 8 日，京东发布公告表示，在港上市最高公开发售价为每股 236 港元，最多募资 40 亿美元。公司将于 6 月 11 日确定定价，并于 6 月 18 日在香港上市。
可能上市	
百度	5 月 21 日，新闻报道称，公司正在考虑从美国纳斯达克退市，迁至离中国更近的交易所。联合创始人兼首席执行官李彦宏对《中国日报》表示，百度正密切关注美国对在美上市中国公司更严格的审查。
携程	1 月 10 日，新闻报道称，公司正与投行就计划在香港第二上市进行沟通。

资料来源：彭博新闻、金融时报、路透社、招商证券（香港）

20 多家中概股符合在港交所第二上市的资格

第二上市是根据港交所《主板上市规则》第 19C 章进行的。该规则是港交所于 2018 年 4 月推出的新上市渠道，也是港交所重大改革的其中一环（图表 6）。符合资格的发行人必须符合下列准则，方可在第二上市制度下进行上市：

1) 在合资格交易所上市，即纽交所、纳斯达克以及伦交所主市场；
2) 已在合资格交易所上市并且于至少两个完整会计年度期间保持良好合规记录；
3) 没有同股不同权（WVR）架构的非大中华地区发行人的预期市值必须至少达到 100 亿港元；所有其他发行人必须拥有至少 400 亿港元的预期市值，或预期市值至少达到 100 亿港元且在最近一个经审计的财政年度，营业收入至少达到 10 亿港元；
4) 适合进行第二上市，即被港交所视为“创新产业公司”（港交所对“创新产业公司”的定义见图表 7）。

基于上述标准，我们对在美上市的中国公司进行了筛选。22 家公司符合上述标准并因此可能寻求在港交所第二上市（图表 8）。此外，另有 6 家公司由于是 2018 年赴美上市，除了不具备在合资格交易所有至少两个完整会计年度期间保持良好合规记录之外，满足上述所有其他标准，因此这些公司在 2021 年将符合第二上市资格。

图表 6：港交所为吸引高增长科技公司在 2018 年实施的重大改革

《主板上市规则》	公司类型
第 19C 章	有意在香港第二上市的大中华及国际公司
第 8A 章	拥有同股不同权架构的科技和其他创新产业公司
第 18A 章	未能通过上市规则中财务资格测试的未有收益的生物科技公司

资料来源：港交所、招商证券（香港）

图表 7：合资格发行人如果是“创新产业公司”并具有以下两个或以上特点，港交所通常会认为该公司适合第二上市

创新产业公司

- 能证明公司成功营运有赖其核心业务应用了：(1)新科技；(2)创新理念；及/或(3)新业务模式，亦以此令该公司有别于现有行业竞争者；
- 研究及开发为公司贡献一大部分的预期价值，亦是公司的主要活动及占去大部分开支；
- 能证明公司成功营运有赖其独有业务特点或知识产权；及/或
- 相对于有形资产总值，公司的市值/无形资产总值极高。

资料来源：港交所、招商证券（香港）

图表 8：有望符合港交所第二上市规则的在美上市中国公司股票

代码	公司	交易所	行业	上市日期	市值（十亿美元）	市值（十亿港元）	财年结束日	营收（十亿港元）	市值测试 (i)	市值测试 (ii)
已第二上市										
BABA US	阿里巴巴	纽交所	可选消费	2014-09	589.0	4,564.8	2020-03	572.2	Y	
BGNE US	百济神州	纳斯达克	医疗保健	2016-02	13.3	103.5	2019-12	3.4	Y	
即将第二上市										
JD US	京东	纳斯达克	可选消费	2014-05	83.3	645.7	2019-12	654.5	Y	
NTES US	网易公司	纳斯达克	通信业务	2000-06	54.8	424.8	2019-12	67.2	Y	
已符合第二上市的条件										
BIDU US	百度	纳斯达克	通信业务	2005-08	39.4	305.6	2019-12	121.9	Y	
TAL US	好未来教育	纽交所	可选消费	2010-10	39.0	301.9	2020-02	25.6	Y	
ZTO US	中通快递	纽交所	工业	2016-10	27.1	210.0	2019-12	25.1	Y	
EDU US	新东方教育	纽交所	可选消费	2006-09	20.7	160.3	2019-05	24.3	Y	
YUMC US	百胜中国	纽交所	可选消费	2016-10	18.7	145.1	2019-12	68.8	Y	
TCOM US	携程集团	纳斯达克	可选消费	2003-12	17.2	133.7	2019-12	40.5	Y	
VIPS US	唯品会	纽交所	可选消费	2012-03	12.1	93.6	2019-12	105.5	Y	
HTHT US	华住酒店	纳斯达克	可选消费	2010-03	11.4	88.2	2019-12	12.7	Y	
ATHM US	汽车之家	纽交所	通信业务	2013-12	10.8	83.7	2019-12	9.6	Y	
GDS US	万国数据	纳斯达克	信息技术	2016-11	9.2	71.2	2019-12	4.7	Y	
WB US	新浪微博	纳斯达克	通信业务	2014-04	7.8	60.4	2019-12	13.8	Y	
WUBA US	58同城网	纽交所	通信业务	2013-10	7.6	59.3	2019-12	17.7	Y	
YY US	欢聚集团	纳斯达克	通信业务	2012-11	5.9	45.8	2019-12	29.0	Y	
ZLAB US	再鼎医药	纳斯达克	医疗保健	2017-09	5.2	40.3	2019-12	0.1	Y	
JOBS US	前程无忧	纳斯达克	工业	2004-09	4.6	35.9	2019-12	4.5		Y
MOMO US	陌陌科技	纳斯达克	通信业务	2014-12	4.3	33.7	2019-12	19.3		Y
CBPO US	泰邦生物	纳斯达克	医疗保健	2009-12	4.2	32.5	2019-12	3.9		Y
SINA US	新浪公司	纳斯达克	通信业务	2000-04	2.2	17.4	2019-12	16.9		Y
BZUN US	宝尊电子	纳斯达克	可选消费	2015-05	2.2	16.9	2019-12	8.3		Y
BEST US	百世集团	纽交所	工业	2017-09	2.1	16.4	2019-12	39.9		Y
VNET US	世纪互联	纳斯达克	信息技术	2011-04	1.5	11.7	2019-12	4.3		Y
SOGO US	搜狗	纽交所	通信业务	2017-11	1.4	10.5	2019-12	9.2		Y
将于2021年符合第二上市的条件										
PDD US	拼多多	纳斯达克	可选消费	2018-07	83.5	646.9	2019-12	34.2	Y	
TME US	腾讯音乐	纽交所	通信业务	2018-12	20.6	159.4	2019-12	28.9	Y	
IQ US	爱奇艺	纳斯达克	通信业务	2018-03	13.2	102.7	2019-12	32.9	Y	
BILI US	哔哩哔哩	纳斯达克	通信业务	2018-03	11.9	92.4	2019-12	7.7	Y	
NIO US	蔚来汽车	纽交所	可选消费	2018-09	6.2	48.2	2019-12	8.9	Y	
HUYA US	虎牙	纽交所	通信业务	2018-05	3.7	28.4	2019-12	9.5		Y

注 1：市值测试 (i) 市值至少为 400 亿港元；(ii) 市值至少为 100 亿港元且在最近一个经审计的财政年度，收入至少达到 10 亿港元。

注 2：百胜中国（YUMC US）的上市日期代表该公司从 Yum Brands 分拆上市后在纽交所挂牌的日期。

注 3：符合第二上市的具体时间点可能存在变数，视乎是否得到港交所的特殊豁免而定。

资料来源：彭博、招商证券（香港）

纳入恒生指数增添吸引力

5 月 18 日，恒生指数公司宣布，将准许同股不同权的公司和第二上市公司纳入恒生指数和恒生中国企业指数。这一决定为阿里巴巴等科技巨头纳入恒生指数铺平了道路。这一即将进行的调整将令该基准指数纳入香港上市公司中市值最大、交易额最高的股票。这意味着恒生指数将涵盖更多的科技股，并使金融业的权重降低。

这些股票最早有望于 8 月被纳入恒生指数。这些公司在该指数中的权重最初将限制在 5%，低于腾讯（12.0%）、友邦保险（9.9%）、建行（8.6%）、汇丰（7.7%）和平安（5.9%）这五大成分股。对于第二上市公司，该指数将只计算在香港注册的股份（注：阿里巴巴目前约有 23%的已发行股份在香港注册）。根据恒生指数公司于 5 月 28 日在其官网发表的一篇博客，如果现时将阿里巴巴纳入恒生指数，其权重将约为 3%。

港股通将成为利好因素

2019 年 10 月，上海、深圳和香港的证券交易所达成共识，将在陆港通的南下交易中纳入在港交所第一上市的同股不同权公司（如小米、美团）。规则规定股份被纳入时需满足附加条件，包括：1) 已上市 6 个月加 20 个交易日；2) 在评估日前的 183 天内，日均市值至少为 200 亿港元；3) 在评估日前的 183 天内，总交易额至少为 60 亿港元。

不过，第二上市公司仍不符合港股通南下交易的资格。港交所在 2020 年 2 月的一份声明中表示，两地监管机构和交易所正在就此事进行讨论。如果纳入，这将意味着中国内地投资者将首次有机会直接投资这些科技和电商巨头。我们预计，第二上市进程加快以及未来即将被纳入恒生指数，将促使中国监管机构和交易所在不久的将来将这些公司纳入陆港通机制当中。

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828