

港新股定價 參考三因素

同行估值 市場氣氛 投資者意向

港交所(00388)最近通過新股IPO（首次公開發行）平台FINI（Fast Interface for New Issuance）的諮詢，意味日後新股結算周期連同定價將會縮短。至於對香港新股定價有沒有影響，就要先了解新股如何定價。一般而言，新股的定價會依照上市公司同行估值、市況、初步投資者的意向作一參考，並會定出範圍，以便在正式招股時，根據實際認購情況作最終定價。

大公報記者 柴進 倪巍晨

在香港，新股上市前都會進行路演，接觸不同的投資者，向他們介紹公司的業務，以及收集投資者的「入飛」意向。德勤中國華南區主管合夥人歐振興談及公司在香港上市的流程時指，公司在決定其定價時，會先參考同行的估值，例如一隻即將上市的生物科技公司，會比較其他已上市的生物科技公司估值，並會根據自身的業務情況，如是否行業龍頭，業務所屬地區再作調整。同時，亦會留意市場氣氛，若市場氣氛好，相信其他同行的估價都會上升，計劃上市的公司亦會提高估價。

新平台推出 縮短議價過程

不過，歐振興指出，有關上市前的路演，投資者只是屬於口頭上的出價及下單，並不是最終的下單。因此，投資者可能因市況的變動而減少下單，即所謂「抽飛」。他指出，一般而言，投資者很少會完全抽回，大多都是減少認購數目，若完全抽飛則會影響到聲譽。上市公司的承銷團隊，就會根據市場的認購反應，而決定定價。例如，新股發行價上限為20元，配售股份數目為2000萬股，如果在收到的認購中，有超過2000萬股願意以20元買入，則很大機會以上限20元定價。但如果大部分的報價都是在18元，則承銷團隊會根據有關認購反應，決定不以上限定價。

過去，亦有新股不會為定價設範圍，而是直接公布固定價格。歐振興表示，有關情況較為少見，出現的原因主要是公司在路演時所收集的定價差異不大，因而直接以相關價格定價。

金融發展策略研究所所長詹劍峯表示，在公布定價過程時，上市發行人可能會透過承銷團隊與投資者有一個議價的過程，從而定出最終價格。因此，若日後FINI推出，可能會令到有關議價的過程大幅縮短，投資者透過FINI的報價，可能就只是最終一口價。

A股參考因素相似

至於A股定價參考因素，與港股的新股相似，都會考慮到業務及同行的估值。申萬宏源證券新股策略資深高級分析師彭文玉表示，以生物醫藥為例，成熟的仿製藥企業，通常招股時的估值範圍約20到30倍；普通的仿製藥企業估值範圍一般20倍左右，這個估值範圍確實不算高。創新藥領域企業，即便盈利水平並不高，但估值水平也可能給得很高，如腫瘤創新藥物企業。網絡科技板塊中的軟件類公司，其首發時的估值範圍通常在20到30倍。



◀兩地新股定價參考因素相似，均會考慮到業務及同行的估值。資料圖片

A股「把關」保質素 港股吸資能力強

上市優勢

對於港股及內地股份的上市優勢，德勤中國華南區主管合夥人歐振興表示，港股市場優勢包括資金自由流動、互聯互通，加上香港市場亦正在不斷改革，有助吸引更多新經濟公司來港，而且香港是亞洲一個重要的資金池，亦是有深度的市場，因此香港仍然具有吸引力。

整體而言，由於香港的投資者組合中，機構投資者佔較多比例，加上香港有較多國際投資者，因此，在香港上市，可以吸納到更多資金，而且可接觸較多長線的機構投資者，有助股價的穩定性。

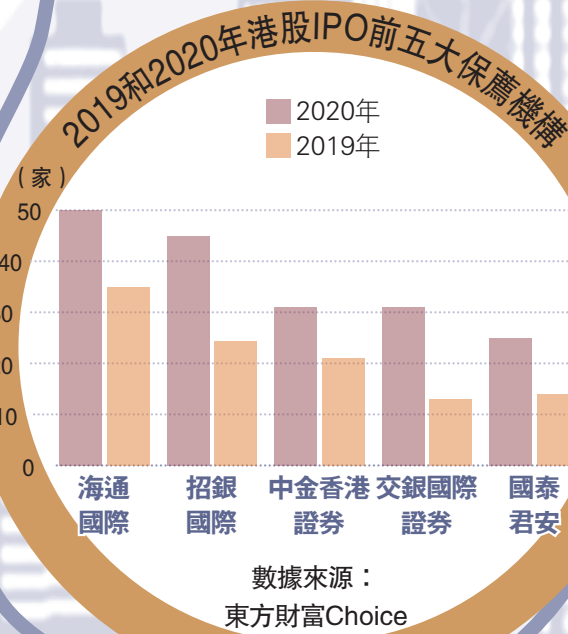
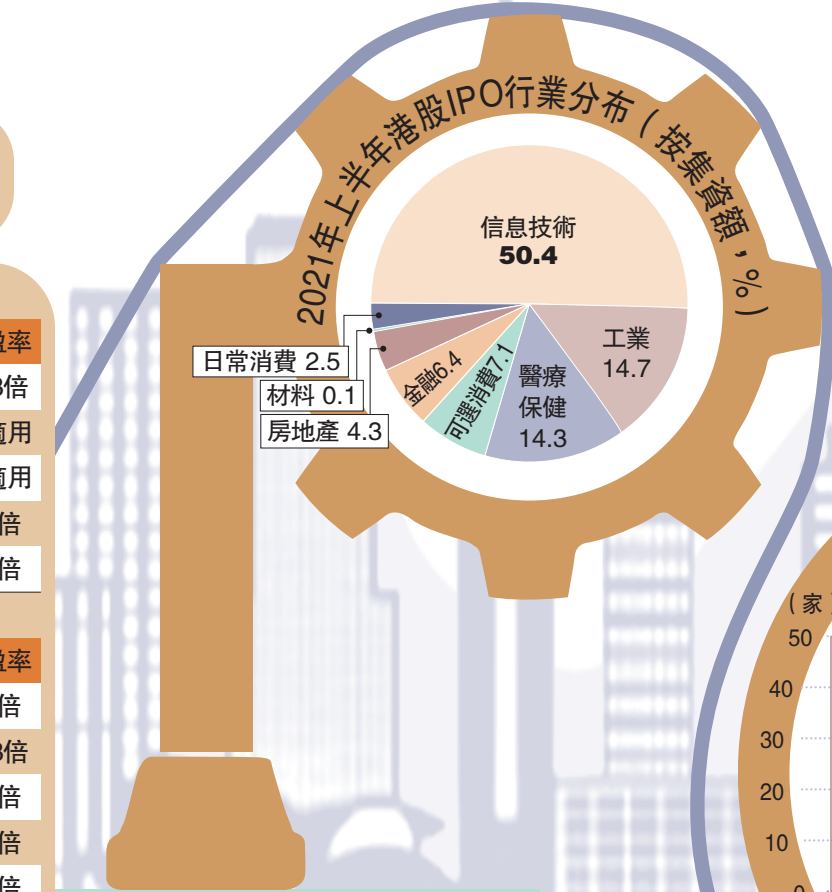
對於A股而言，申萬宏源證券新股策略資深高級分析師彭文玉表示，A股投資者結構與海外市場並不同，散戶的個人承受能力、投資能力都不強。A股上市流程的優點是充分考慮到了國情因素，交易所、證監會的「雙重把關」，有助於提升A股上市公司的質素；如果一定要說弊端，可能是上市的效率略低於港股、美股。

不過，她表示，當前A股在上市流程、上市耗時方面比過去的效率低很多，整個審核制度的主體是交易所，證監會進行最後註冊，該制度綜合考慮了國內產業和企業的發展階段，並結合了當前資本市場的發展現狀，因此有其必要性。相對而言，美股、港股IPO在審核端更側重信息披露，所以上市效率略高於A股。

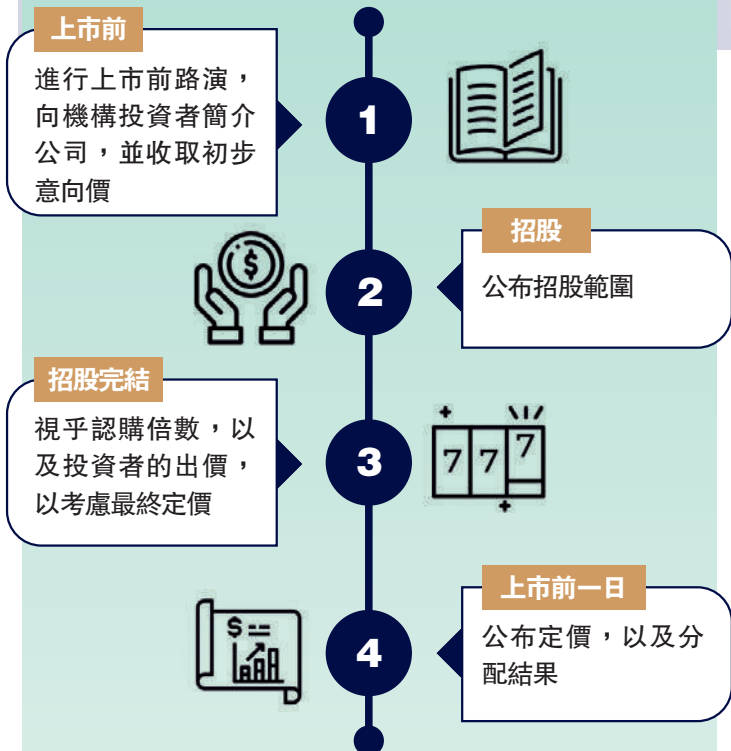
此外，現時A股已經在創業板、科创板實施註冊制，生物醫藥企業，若要登陸科创板，只要滿足相應的市值要求、研發投入要求就可以上市，不一定要有盈利，這是比較大的進步。近一、兩年很多創新藥企業在A股實現IPO，一方面是上市門檻為其提供了IPO的可能性；另一方面，醫藥的主要消費群在國內，登陸A股有助於提升其知名度和銷售影響力，況且A股市場給予的估值也不算低。然而，A股現時還未對互聯網企業上市設有特殊安排，要麼核准制、要麼註冊制。近年來，在A股實現IPO的互聯網企業主要為軟件類公司，美團等新經濟企業基本會選擇海外市場，因為海外給出的估值相對較高。

主要成份股 市盈率一覽

生物科技指數	
股份	市盈率
藥明生物（02269）	253倍
京東健康（06618）	不適用
信達生物（01801）	不適用
石藥集團（01093）	21倍
中國生物製藥（01177）	40倍
互聯網科技指數	
股份	市盈率
小米（01810）	26倍
美團（03690）	283倍
騰訊（00700）	26倍
京東（09618）	15倍
阿里巴巴（09988）	25倍



香港新股定價流程



主要板塊估值

	生物科技	互聯網
A股	Wind製藥指數的平均市盈率約78.2	軟件指數市盈率是111
港股	恒生香港上市生物科技指數市盈率約277倍	恒生互聯網科技指數盈率約76倍

AH股上市優點對比

	優勢	不足
A股	估值較高 交易所、證監會的「雙重把關」，有助提升A股上市公司質素	上市效率或略低於港股、美股 較少國際投資者，較多散戶
港股	資金自由流動 上市效率較高 較多國際投資者及長線投資者	上市估值較低

炒前景 科網醫藥估值遠超傳統股

熱點板塊

現時生物醫藥股以及新經濟股為香港熱門上市板塊，同時A股亦有積極吸引兩大板塊上市。申萬宏源證券新股策略資深高級分析師彭文玉表示，兩大板塊最終決定上市的參考因素要視乎個案，但一些關鍵因素不可或缺，包括經營必須合規不能有重大瑕疵、環評導致的違規問題不能出現、業績需要有一些增長、募投方面需要具有前景的項目；操作技術層面信息披露、企業內控、股東結構等均需要達到合規要求。

彭文玉指出，A股二級市場上生物醫藥，以及新經濟股的估值相對海外市場要貴一點。具體看，生物醫藥企業整體估值目前相對偏高，近年來內地不斷提倡創新，創新藥領域正處於爆發期，

創新藥研發亦在向國內轉移，相關企業的高估值有其內在邏輯。

彭文玉續指，新經濟股板塊中的互聯網企業估值近期有所回調，其到境外IPO的難度也有所加大，基本上只能局限於國內市場，在其流量見頂背景下，互聯網企業估值完全可以計算出來，不會出現估值偏高的問題。

植信投資研究院高級研究員張秉文表示，上述兩大板塊對於投資者來說更多地是被其光明的發展前景所吸引。兩大行業未來廣闊的市場空間以及上市公司盈利水平的快速增長成了投資者持續樂觀的重要理由。然而，較為樂觀的投資情緒也潛藏着風險，一是市場的樂觀預期可能已經在股票價格中充分反映出來了，高位買入或已經享受不到未來企業發展的紅利；二是市場預期可能會



◀A股生物醫藥企業整體估值目前相對偏高。新華社 估

過於樂觀，未來企業實際的經營業務一旦低於預期，股票價格可能反過來被悲觀的情緒所左右，價格快速回調可能會給投資者帶來實際的投資虧損。

目前兩個板塊市盈率在A股處於較高水平，Wind製藥指數的平均市盈率是78.2，軟件指數市盈率是111，相比之下，石油化工指數市盈率為20.8，房地產指數市盈率則只有9.5。

大户持貨多 掛牌易炒上

貨源歸邊

在新股上市前一日，上市公司都會公布其招股結果，當中會發布其最終定價、超額認購倍數，以及分配的比例。以國際配售為例，德勤中國華南區主管合夥人歐振興表示，分配方法主要視乎認購數目，以及由聯席賬簿人負責分配，因此不少投行都會爭取成為上市公司的聯席賬簿人，因可以取得一定股份以分配予其客戶。至於公開發售方面，每次新股中籤率的分配都會不同，主要是根據認購數目以及上市保薦人，按不同的公式分配。一名熟悉金融業的人士透露，上市公司發行人一般都希望定位一個較闊的招股範圍，以提高日後定價的靈活

性。同時，在分派結果時，都希望將較多貨放在大額認購的投資者，這有利股份貨源歸邊，股價較易炒起。不過，要想控制分派結果，需要股份有一定超額認購倍數。若太少人認購，亦難以將貨源歸邊，若太多人認購，則像時代天使（06699），亦很難作出分配上的變化。

以最近上市的新股為例，百得利控股（06909）超購44倍，一手中籤率為18%，20手穩中一手；至於朗詩綠色生活（01965），超購反應較少，只有8倍，但一手中籤率以及穩中一手的比率與百得利一致。可見，有關公開發售的分配方式，與超購倍數上，未有太直接的關係。

香港新舊平台上市程序時間表

