



## 联系我们

### 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



## 民营企业如何选择境内上市还是境外上市

### 引言

长期以来，如何选择上市一直困扰着众多的企业。过去，受限于国内资本市场结构单一、水平欠发达，很多企业尤其是民营中小企业通过红筹模式曲线赴境外上市募集资金，但往往搭错板块，收效甚微。金融危机潮退之后，中国经济一枝独秀，持续蓬勃发展。多层次金融市场的建设不断推进与完善，中国企业上市路径的选择渐渐清晰。

企业去什么地方上市根本上是由其法律结构决定的。如果企业是境内结构则只能在境内通过向证监会申报材料，然后等待排队审核上市。而如果企业是境外结构，整个流程会简单很多，上市速度也会更快，但是通常费用也会更高。在境外上市，企业只需要选择好一家券商，决定是在香港、美国或者其他小市场如新加坡和韩国上市，剩下的就是向当地证券交易所提交相关材料。一经证交所通过便能直接挂牌上市，没有任何行政上的干预。



但是，目前的上市生态有所改变。随着创业板的开启，加之其他国际国内因素，国内的金融市场亦水涨船高，比境外市场的活跃程度更高。体现在价格上，近期上市的境内企业拥有更高的市盈率。因此，越来越多境外结构的企业正在进行股改返程境内上市，以期获得更高的估值水平。同时，也有一些境内企业认为其产品或商业模式在海外会得到更高的认可，这些企业会选择与海外的私募股权基金合作成立合资公司在境外上市。不过，2006年9月8日10号文正式实施之后，从法律和政策环节上扼杀了红筹模式，境内公司搭建境外结构变得极其困难。

这份研究报告的目的是为广大的民营中小企业老板选择上市地提供参考与帮助。对于大部分企业来讲，选择何地上市是一个复杂的问题。境内和境外上市各自都有其优点和弱点，本报告旨在为民营中小企业老板指明两种路径的关键区别。而最终选择在何地上市，我们建议企业老板通过与投资银行和私募基金的沟通和讨论来决定。

上市是企业融资的一条重要途径，但不应成为企业发展的唯一甚至是终极目标。上市可以为企业以最低成本获得最高的资金，是性价比最高的融资手段。在大部分的上市案例中，上市企业通过发售10%-20%的公众股筹集了5-8亿元的资金，这些资金为企业未来的发展提供了充足的动力。上市还可以改变股权的流动性，通过公开上市，企业老板和管理层可以自由出售其握有的股权进行套现，从而获得丰厚的收益。

不同的证券市场针对企业老板和高管以及内部投资人持股的禁售期要求有所不同。境外上市要比境内时间限制短一些。投资人范围也有区别，境内股票市场的投资人主体是个人投资者或者称之为散户；而在境外，美国和香港地区，多以机构投资者为主，比如说大型的政府退休基金和共同基金。简言之，不同的投资人在不同的市场对不同的行业和商业模式有着不同的认识和偏好。

## 联系我们

## 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



本报告将对以上要素进行详细分析，为企业老板提供科学决策的依据。我们知道，证券市场的估值水平和监管环境都在不断的变化当中。当前，中国境内上市企业的市盈率普遍高于香港和美国市场，尤其是创业板。但是，这个成果是有一定的代价的。因为历史和制度原因，中国的民营企业大多需要经过三年或者更长时间的规范调整，一番脱胎换骨之后才能有资格申报上市。那么，三年后创业板还能继续保持高估值吗？没有人可以保证。

一个企业只有一次公开首发上市的机会，因此作出正确的上市决策极其之重要。中国有许多公司在上市地的选择上走了弯路、走了错路，有的甚至走了不归路。这些企业贪图便宜和速度，选择在美国的 OTCBB（场外柜台交易系统）、香港创业板、伦敦创业板 AIM 以及新加坡证交所等较低活跃度的市场交易，结果是其股票市值和流动性都非常的差，即使股票解禁，企业老板也没机会出售哪怕是一小部分的股票，深陷“有价无市”的困境。

所以，企业上市应有如弩箭上弓，发射在即；而不应成为幽囚苦囚，难脱禁锢。

## 上市流程比较

### 企业境内上市地与步骤

#### 地点：

- 上海证券交易所：主板，以内需型和大型国有企业为主。
- 深圳交易所：主板（内设中小企业板），创业板（“两高六新”企业）。
- 代办股份转让系统：中关村试点，上市热身。

#### 步骤：

- 改制与设立
- 尽职调查与辅导
- 申请文件的申报
- 申请文件的审核
- 路演、询价与定价
- 发行与上市

#### 时间：

- 从筹划改制到设立股份公司，3-6个月
- 尽职调查和制作申请文件，3-4个月
- 证监会审核到发行上市约3-4个月

总体时间为一年左右，如果企业质地较好，发行审核顺利的话，时间还可缩短到 6 个月。但是，证监会要求企业有 2-3 年的历史业绩，所以如果很多民营企业之前的业务是不规范的，一般都需要 3 年以上的“规范阶段”之后才能上市。

## 联系我们

浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



## 企业境外上市地与步骤

### 地点:

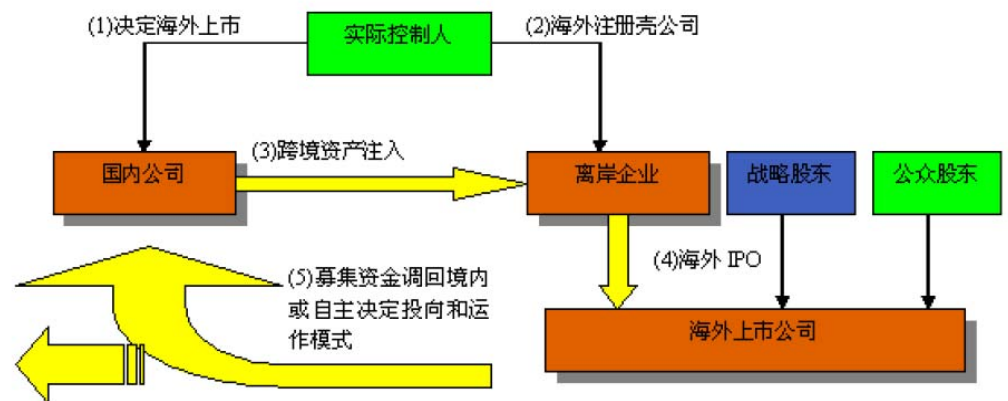
- 香港主板、香港创业板
- 新加坡证交所、韩国证交所、东京证交所
- 美国纽约证券交易所、纳斯达克、伦敦交易所、德国证交所、英国AIM市场

### 步骤:

- 海外直线首发上市。即注册在境内的企业在海外直接发行H股、N股、S股等股票或存托凭证并上市。虽然注册在境内的企业在海外直线IPO的过程中所涉及的业务及资产重组、独立经营、关联交易、同业竞争、土地权属、税务等问题，面临的监管相对比较复杂，但其路径安排相对比较简单。

以 H 股直线上市为例，先向国家有关部委申请，然后向境外证券交易所申请上市。以 H 股方式在香港上市需经过证监会依法审批，并出具同意函。公司申请发行 H 股，证监会将会咨询国家计委和国家经贸委审核公司是否符合国家产业政策、利用外资政策以及有关固定资产投资立项规定，经过初步审核后，函告公司是否同意受理其境外上市申请。

- 海外曲线上市。即红筹模式，是指境内企业在海外设立离岸公司或购买壳公司，将境内资产或权益注入壳公司，以壳公司名义在海外证券市场上市筹资的方式。在香港上市的股票称为红筹股。通常离岸公司设立在英属维京岛、巴哈马、开曼群岛、百慕大群岛、巴拿马等世界著名的避税岛。好处主要是离岸公司可以节税。避税岛对当地注册公司豁免所得税、资本利得税、公司应付税和印花税，而只需每年收取几千美元年费。另外，境外公司累积盈余可以无限制地保留。下图是流程明细图：



2006年9月8日《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10号文”）正式实施之后，这一模式进入了难产阶段，使得在此之前未完成红筹架构搭建的公司海外上市路径基本被封锁。正式出台至今，还没有一家境内企业经商务部批准完成了“10号文”框架下标准的红筹结构搭建。

联系我们

浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



- 海外买壳上市。海外买壳上市、反向兼并中国大陆或大陆之外的企业法人，然后由壳公司实现再融资。

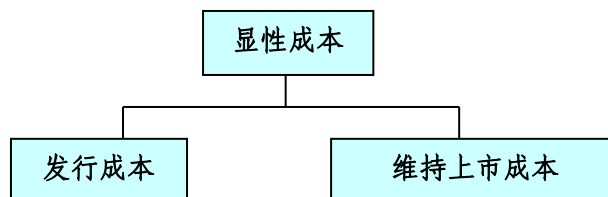
	直线上市（H股）	曲线上市（红筹股）	海外买壳上市
<b>操作便捷性</b>	国内审批繁琐	增加了海外注册手续，但规避了国内审批	规避了国内审批，但资产业务注入难度大
<b>中国政府的标准和监管</b>	高，十分严格，并经常受宏观产业政策影响	低，基本规避了监管和宏观产业政策影响	基本规避了监管和宏观产业政策影响
<b>费用成本</b>	正常	增加了海外注册相关的费用，但可享受税收优惠	壳成本较高
<b>融资便利性 及金额</b>	直接实现融资	直接实现融资	一般即时再融资难度很大
<b>操作周期</b>	正常	短于直线上市	较短

选择上市地主要考虑因素

无论是大企业和小企业都要根据自身的发展战略来进行选择资本市场：

- 公司的整体发展战略
- 行业的认同
- 上市时间的选择
- 上市条件与标准（详见附录）
- 上市进度（审核周期）
- 上市成本
- 上市溢价（发行市盈率、二级市场交易市盈率）
- 上市效应
- 政策导向（国家、地方政府的支持力度）
- 再融资
- 法律问题

考虑因素一：企业上市的成本



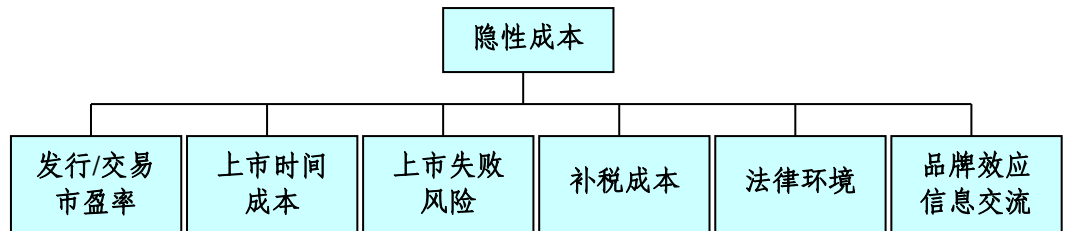
联系我们

浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



发行成本比较

	中小企业板	香港主板	香港创业板	纽交所	纳斯达克	英国 AIM
上市初费	3 万元	15-65 万港元	10-20 万港元	400 万元	10-40 万元	20 万元
承销费 (筹资比例)	1.5%-3%	2.5%-4%	4%-5%	8%	6%-8%	3%-5%
保荐人费	200 万元	200-400 万港元	100-200 万港元	1500 万元	1000 万元	500 万元
法律顾问费	100-150 万元	100-250 万港元	100 万港元	300 万元	300 万元	300 万元
会计师费	100 万元	150-250 万元	70-150 万港元	400 万元	400 万元	350-400 万元
总成本 (筹资比例)	4%-8%	15%-20%	10%-20%	15%-25%	15%-25%	15%-20%

➢ 中小企业板的发行费用占筹资额的比例平均约为6%，基本上是其它市场的1/3

维持上市成本比较

	中小企业板	香港主板	香港创业板	纽交所	纳斯达克	英国 AIM
上市月/年费	0.6-3 万元/年	14-119 万港元/年	10-20 万港元/年	400 万元/年	28-400 万元/年	5-7 万元/年
保荐人顾问费	双方协定	20 万港元	30 万港元	800 万元	800 万元	100-150 万元
法律顾问费	10 万元	60-100 万港元	40-100 万港元	200 万元	200 万元	100-150 万元
会计师费	30-40 万元	100 万港元	60-100 万港元	150 万元	150 万元	150 万元
信息披露费 (印刷, 网络)	12 万元	30-50 万港元	30-50 万港元	50-100 万元	50-100 万元	50-100 万元
总计	60-100 万元	224-389 万港元	130-300 万港元	1600 万元	1230-1600 万元	400-600 万元

## 联系我们

## 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



## 隐性成本

上市的发行市盈率，交易市盈率，以及二级市场的交易流通性等因素都直接关系到企业的股东利益。所以，它们也成为隐性成本的主要组成部分。具体的探讨请见下面“企业上市的融资作用”。下面是企业应该注意的其他隐性成本：

企业规范成本：

一般上市都需要企业进行规范化运营，对于很多国内的民营企业来说，规范化运作会带来一些短期的税务负担和一定的运营费用。但是，从长期发展来看，上市的好处远远大于这种规范成本。

如果选择国内上市，企业的规范化的要求更高，规范成本也相对更高。特别是国内上市要求企业有2-3年规范的财务业绩。而海外上市的规范化要求相对要低一些，所以很多规范成本高的行业的企业都选择了海外上市

上市准备时间成本：

- 上市审批程序及排队时间：见上市程序部分。国内上市一般需要有2-3年左右时间的规范性的财务业绩，同时进行股份制调整，然后排队，等待审批。所以，上市的时间成本是选择国内上市的企业最大困扰。
- 错过企业发展黄金时期的风险：企业在考虑上市的时候一般都是企业或者行业发展的黄金时期。很可能在充足的资金支持下，企业可以迅速发展起来，成为行业的排头兵。但是，如果错过了最佳时期，企业很可能就失去了行业的竞争优势，这样即使在等待几年后成功上市，企业仍很难与先上市的竞争对手相抗衡。同时，企业在缺少资金的情况下，原有资金滚动发展还是非常辛苦，所以一般都需要引入私募基金，帮助企业高速发展，很多企业在上市前都要进行多轮的私募融资，以保证发展需要。
- 对于上市时资本市场情况可控性：在海外上市，企业可以相对灵活的选取资本市场好的时候进行IPO。但是，国内上市企业对于资本市场的可靠性不强。如果企业在国内排队之后，国内资本市场突然低迷，那么企业就面临比较尴尬的境地：无法放弃得之不易的上市资格，但是又必须面对现实情况。

所以，选择在国内上市的企业就必须准备好接受上市准备的时间成本和规范成本，这个应该是选择国内上市的首要劣势。

2010年以前，很多民营企业可以通过对于上市前的财务申报进行补税申请，这样就可以减少上市的等待时间。但是，在新的上市标准中，补税的方法已经不能够得到国内证监会的批准，所以一般都是需要重新规范2-3年。

上市融资失败的风险：

- 选择国内上市会存在上市被否的风险。截至2010年10月26日，148家创业板上市企业成功发行的同时，也有37家创业板申报上市的企业被否，占20%左右。创业板的高发行市盈率吸引了众多公司，但是多数公司对于证监会的标准都是一种揣摩状态，在创业板还是中小板中徘徊。这些公司必须在上市之前和很多业内人士进行足够的沟通，才能够尽可能的降低这种风险，选好上市板块。

## 联系我们

## 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



- 国外上市没有募集到资金的风险：国外的股票市场入门容易，多数情况下不存在审批否决的问题。但是，很多公司贪图上市快捷，却选择流通性很差的股票市场，如新加坡市场，英国AIM，及美国OTCBB。导致中国企业上市后，出现“上市无法融资”的问题。而企业只能一直继续支付上市费用，始终无法募集资金，进退两难。

品牌效应的考虑：

首先，国内上市可以帮助企业做免费的宣传。再有，国内股民都比较了解企业的品牌与信息。所以，股票被“忽视”的可能性较小。但是，国外投资者对于中国国内企业的品牌和业务不清楚就可能会导致股票被“忽视”。

从另一个方面，有些公司的业务是面向全球的，所以海外上市可能会对于公司的宣传也有帮助。同时，对于某些国外股票市场，对于某一个行业或者某一个板块的中国股票更加“热衷”，那么股票有可能被更加看好。

政策对于上市地点选择的导向：

- H股上市模式仍需要证监会同意。
- 海外上市受到六部委联合发布的“10”号文限制。
- 企业回归困难，证监会对H股上市公司回归有“4、5、6”号文要求。
- 境内上市的鼓励政策，鼓励外资企业在境内上市。
- 外汇管制，企业在境外上市筹集的外币资金回流到国内会受到外管局的严格监视和管制，会形成不可预测的风险和时间成本。

法律风险：对于选择海外上市的企业来说，法律风险也是必须考虑的隐性成本之一。除了因不熟悉国外法律环境而引起的不必要的诉讼风险和诉讼成本以外，国外的法律环境本身对国内企业也存在很多不利因素。

以美国的奥克斯法案为例，该法案要求上市公司的主席或首席执行官以个人名义保证公司财务报表里的财务数据都是如实准确的。如果将来因财务问题而暴露丑闻，企业负责人将会受到严厉的惩罚甚至入狱。因而，美国的上市公司法对企业负责人个人的法律责任要求是十分之严格的。

考虑因素二：企业上市的融资作用

上市最重要的作用是帮助企业融资，同时企业股东的股份变成可交易和流通的。所以，企业的股票价格，主要是市盈率，就是选择上市地点最为关键的问题。下面我们简单对比了不同股票市场的市盈率情况，包括发行市盈率和交易市盈率。高的发行市盈率说明同样的收益和利润，可以募集更多的资金，就是“卖个好价钱”。而高的交易市盈率意味着原始股东可以较高的价格流通兑现，也可按照二级市场一段时期内平均收盘价配股、增发。

联系我们

浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



股票市场的融资量--交易市值十大股票市场

	Exchange	USD bn 2009	USD bn 2008
1	NYSE Euronext US 纽约	17521	27651
2	NASDAQ OMX US 纳斯达克	13608	23845
3	Shanghai Stock Exchange 上海	5056	2584
4	Tokyo Stock Exchange Group 东京	3704	5243
5	Shenzhen Stock Exchange 深圳	2772	1242
6	NYSE Euronext Europe 欧洲	1935	3837
7	London Stock Exchange 伦敦	1772	3844
8	Korea Exchange 韩国	1570	1435
9	Deutsche Borse 德国	1516	3148
10	Hong Kong Exchange 香港	1416	1562

- 交易市值说明了股票市场的融资能力。交易市值越大的股票市场，可以募集的资金越多。
- 很多资金规模要求比较高的企业，比较适合到融资量大的股票市场中，例如房地产企业，银行企业，航空企业等等。

中国企业在国内外各主要股票市场的平均市盈率比较

	中小板	香港 主板	香港创 业板	纽交所	Nasdaq	英国 AIM	新加 坡
发行市盈率	20x	11x	8x	15x	28x	12x	7x
交易市盈率	35x	12x	25x	17x	31x	18x	

- 这是2008年的数据。今年统计显示，截至2010年10月底，国内创业板股的平均发行（交易）市盈率高达65倍（71倍），中小板新股的51倍（55倍），深圳主板新股的38倍（38倍），从这一数据来说，更是远远超过海外其他市场。
- 上述数字是各个股票市场中平均的市盈率比较。但是，不同的股票市场也有各自的行业偏好，某些行业就在海外市场更容易获得高市盈率，例如互联网企业，资源类企业等。

从下表中的历史数据来看，即使各个时间段都有一定的波动性，中国国内股市的市盈率也一直都是高于海外市场。



## 联系我们

## 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



年份	纽约	伦敦	韩国	香港	上海	深圳	台湾
1997 年底	18.58	19.15	10.12	12.10	39.86	38.74	27.04
1998 年底	21.88	23.02	27.77	10.66	34.38	30.59	26.14
1999 年底	25.13	30.45	34.63	26.73	38.13	36.30	47.73
2000 年底	22.85	23.31	15.34	12.80	58.22	56.04	14.84
2001 年底	31.06	20.29	29.29	12.18	37.71	39.79	41.57
2002 年底	29.00	17.73	15.61	14.89	34.43	36.96	41.77
2003 年底	27.88	18.29	10.06	18.96	36.54	36.19	24.76
2004 年底	20.44	14.69	15.84	18.73	24.23	24.63	12.58
2005 年底	18.85	13.97	10.98	15.57	16.33	16.36	17.55
2006 年底	17.46	13.37	11.35	17.37	33.30	32.72	18.98
2007 年 3 月	17.66	12.51	11.62	15.97	44.26	41.53	18.71
均值	22.80	18.80	17.51	16.00	36.13	35.33	26.52

但是按照惯例，由于国内股市通常使用去年的净利润作为PE估值的标准，而海外股市使用的是未来12个月的净利润作为估值的标准。所以，对于高成长性企业来说，未来12个月可能会比去年的利润高几倍。那么即使书面上PE倍数较低，其实实际公司的股值反而比较高

## 中国企业上市的实际融资比较

除了高效的市场机制以外，海外上市比较明显的另外一个优势是节约税收成本。国内中小企业板要求企业连续三年盈利且需提供完税证明，这导致很多企业面临补税难题，而海外创业板一般没有盈利要求。这样，国内企业通过转向海外上市，可以避免税收麻烦。

单位： 万元	发行 市盈 率	今年 利润	明年 利润	估值 基准 利润	企业估值	发行 20%公 众股筹资额	发行成 本比例	实际筹 资额
香港主板	11X	6,500	8,775	8,775	96,525	19,305	15%	16,409
纽交所	15X	6,500	8,775	8,775	131,625	26,325	20%	21,060
纳斯达克	28X	6,500	8,775	8,775	245,700	49,140	20%	39,312
中小板	50X	5,000	6,750	5,000	250,000	50,000	6%	47,000
创业板	65X	5,000	6,750	5,000	325,000	65,000	5%	61,750

举个例子，如上图。综合上述所有海内外上市的定量差异，假设同一家经营性企业，其年利润增长率为35%。这家企业如果在境内上市需要完全规范，那么上市前最近的盈利情况是今年的5000万；而如果在境外上市，在享受低规范成本的前提下，同样的业绩实现的利润水平则要高30%左右，相当于6500万。同时，对于成长型企业，境内外资本市场的估值基准也不同。境内以最近的既定实现利润为参照，而境外则以明年的预测利润为参照，利润基准水平相对更高。因此，在市盈率贴近的情况下，海外上市很可能会募集更多的资金。

## 联系我们

### 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



当然，我们还要考虑其他的因素来综合衡量境内外上市的优劣，诸如发行成本、维持上市的成本及其他隐性成本。企业选择在何地上市不是一刀切的问题，需要结合自身的客观条件和发展规划来做出合理的选择

### 考虑因素三：企业上市后的资本市场表现

当企业在成功上市以后，企业的资本运作并没有结束。虽然企业管理者不需要时刻关注股票的行情，但是上市后的流通情况和交易的价格却直接关系到企业股东的财富状况及未来再融资的能力。所以，企业在上市之前选择地点的时候，也需要考虑企业上市后的资本市场表现的因素。

### 中国企业在各市场的日均交易换手率

国内主板	中小板	香港主板	香港创业板	纳斯达克	英国 AIM
1.6%	4.99%	0.22%	0.05%	2%	1%

- 日均换手率代表了投资者对企业的关注度与投资热情，换手率不足将对企业的再融资、股权激励以及股东与战略投资者的退出产生不利影响
- 日均换手率过低会形成“有价无市”，原始股东的股份难以流通兑现
- 没有一定的交易活跃度和换手率，全流通机制也难以发挥作用，会形同虚设

### 再融资功能

企业的再融资功能也是某些行业的上市公司比较关注的一个因素。从这一点来说，海外市场的再融资过程相对容易很多，不需要太复杂的过程。但是，国内的再融资申请仍需要证监会的严格审批，过程也相对困难。所以，对于再融资功能要求比较高的企业，例如房地产企业，还有某些金融行业，都会选择海外上市或者 A+H 股的方式。

现在很多在海外上市的优秀的国内民营企业，由于资本市场的低流通性，低交易市盈率，导致了实际再融资功能的缺失。也就是说，即使海外市场的再发行申报比较容易，企业仍然不能够通过发股来募集得新的资金。对比国内日益火爆的创业板和中小板，很多低流通率，低市盈率的海外上市企业正在选择回归国内市场的进程。

此外，监管，税收，外汇管理，汇率变化等问题也是企业在上市之后所要面临的家常便饭。企业必须根据自己的情况去判断。

## 总结

### 企业境内上市优点

价格优势：拥有较高的平均发行市盈率、交易市盈率和换手率，不论是对企业，战略投资人还是公众股东都可以带来更好的收益和回报。

## 联系我们

## 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



**成本优势:** 企业上市的成本主要由发行成本和维护成本构成，相较海外市场，境内上市在各个成本要素环节都具备较高优势。

**品牌效应:** 资本市场的广告效应、舆论聚焦、每日行情显示、股评、机构投资者的调研分析，可以增强企业产品在市场上的影响力，并为企业提供行业分析与管理咨询。

**文化制度:** 在本土市场，企业与股东、潜在投资者、分析师、媒体、监管机构交流充分，并具有地域、语言、文化优势，可以更为高效准确的沟通。

**政策导向:** 境内上市收到地方政府和证监会的大力支持，而境外上市则受到更多政策和法律的限制。

**法律环境:** 不了解当地的法律，会形成不可预测的诉讼风险与诉讼成本，如美国奥克斯法案对国内企业在美上市形成挑战。

综上所述，对于大多数中小企业而言，国内上市在融资价格、成本、品牌宣传、交易活跃度等方面所具有的优势尤其明显企业的行业特性、规模、消费者、供货商、文化习惯等因素，使不同区域内的投资者，对同一个企业有不同的认知度；企业规模较小，消费者与供货商主要都在国内，本土投资者比海外投资者更了解企业，也更能认同企业的价值，企业也才能以更有吸引力的价格融资。

所以，在当前环境下，对于大部分符合国内上市标准的企业，符合国家产业发展扶持的行业，国内上市还是首选。

### 企业境外上市优点

**审批宽松:** 在国际市场，交易所决定上市进程，只要企业具有核心竞争力和持续经营能力，剩下的技术操作和审批流程都相对简单许多。

**上市门槛:** 境外上市一般没有硬性盈利标准，条件低于境内上市，而境内相对在业绩、财务和税收等方面的规范标准较高，成本也高。

**认可创新:** 新服务、新经济、新模式等创新型企业海外具有更高的认可度，信息技术、生物医药、现代化消费品等前沿行业在海外普遍得到高估值。

**注重未来:** 海外市场不排斥低盈利甚至非盈利企业，只要投资人看好未来的突破与增长就可以上市，从估值模式上反映，假若明年上市，境内企业以本年利润为基准，而海外可以以明年甚至后年的高利润为基准。

**二次融资:** 海外的二次融资是完全根据市场的需求，你只要找到了投资人，立马就可以批准。而在中国上市以后，二次的融资比较难，需要审批，审批的不可控则容易错失最佳融资时机。

**国际平台:** 海外上市面对的直接国际资本市场，能够扩大企业在海外的品牌影响力，尤其有利于市场主要在海外的企业，同时，海外上市可以吸收国际市场充足的资本供应，对海外收购兼并等国际运作也提供了一个灵活的平台。

## 联系我们

### 浩华资产管理顾问有限公司

北京办公室：  
北京市朝阳区建国门外大街  
2号银泰中心C座2201室  
100022

上海办公室：  
上海市黄浦区福州路318号  
浦汇大厦2305室  
200001

电话: +86 400 610 2588  
电邮: [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)



简单的说，海外上市以市场机制为主体，市场决定一切。只要企业有融资需求，资本市场和投资人看好企业的成长就可以上市。而在境内上市，目前还是以证监会和相关部委的行政审批为主导，过分的行政干预和控制有可能会导致市场失效。比如，证监会往往对境内上市企业的估值会做一定的审核，尽量避免过高的估值。但是，如果一家企业资质很好，成长性也很强，这种过度的压制行为可能会导致上市后的井喷，造成不必要的市场动荡。

- 上市规范及等待时间是选择国内上市的主要担心。
- 同时，很多专业人士对于国内高市盈率的持续性一直保持怀疑。
- 对于典型海外架构，又符合海外投资人胃口的行业企业，不能只因为现在国内偏高的市盈率就盲目的决定“回归”。
- 国内上市看过去，海外上市看未来。对于过去业绩不佳，未来却有良好收益的企业，海外上市可能更加合适
- 对于某些股东结构或者国家不鼓励的企业，可能海外上市是唯一选择
- 附录：相同公司的A股和H股市盈率比较：

年度	A 股 P/E	H 股 P/E
2000	64.33	12.34
2001	63.23	13.44
2002	53.05	19.16
2003	45.69	16.79
2004	42.96	17.67
2005	29.03	15.43
2006	33.34	21.06

欲了解更多中国区服务详情请联系：

于洋博士 - 北京      电话： +86 400 610 2588      [hq@horwathcapital.com.cn](mailto:hq@horwathcapital.com.cn)