

## 31 家同時發行 A 股及 H 股的內地公司的交易情況

市場監察部研究科李兆麟、潘嘉怡<sup>1</sup>

2005 年 12 月

### 概要

- 截至 2005 年年底，有 31 家 H 股公司同時發行 A 股。一直以來，A 股的價格均較其 H 股的高。但是，有關溢價在近年大幅減少。加權平均溢價<sup>2</sup>由 2000 年年底的 830% 跌至 2005 年年底的 22%。
- 在 2005 年，31 隻 H 股的成交額為 399 億美元(65%)，而 31 隻 A 股的成交額為 217 億美元(35%)。以成交量計，69% 的交易在香港進行，而餘下的 31% 則在內地進行。雖然 H 股在 2005 年的市場份額以金額計有所增加，但以交投量計則下跌。最重要的是，A 股和 H 股是各自獨立的市場。其中一個市場的交易活動的改變應不會引致另一個市場的交易活動有所改變。

### 一直以來，A 股的價格均較 H 股的高，但有關溢價正在減少

1. 截至 2005 年年底，有 31 家 H 股公司同時發行了 A 股(在內地市場予國內投資者買賣的股份)。該 31 隻股票在內地的 A 股的市值合共為 69 億美元，而在香港的 H 股的市值合共為 203 億美元。截至 2005 年年底，31 隻股票當中，有 27 隻 A 股的價格較相關 H 股出現溢價(其中有四隻 H 股的價格則較相關 A 股高出 2.5% 至 9.3%)。溢價的幅度介乎 2.3% 至 294% 之間，而加權平均值約為 22%。

| A 股與 H 股的溢價 (股票數目) |              |
|--------------------|--------------|
| A 股相對於 H 股的溢價      | 2005 年 12 月底 |
| 0 – 50%            | 11           |
| 50 – 100%          | 8            |
| 100 – 200%         | 4            |
| 200 – 300%         | 4            |
| 小計                 | 27           |
| H 股相對於 A 股的溢價      |              |
| 0 – 25%            | 4            |
| 小計                 | 4            |
| 總計                 | 31           |

資料來源：證監會研究科

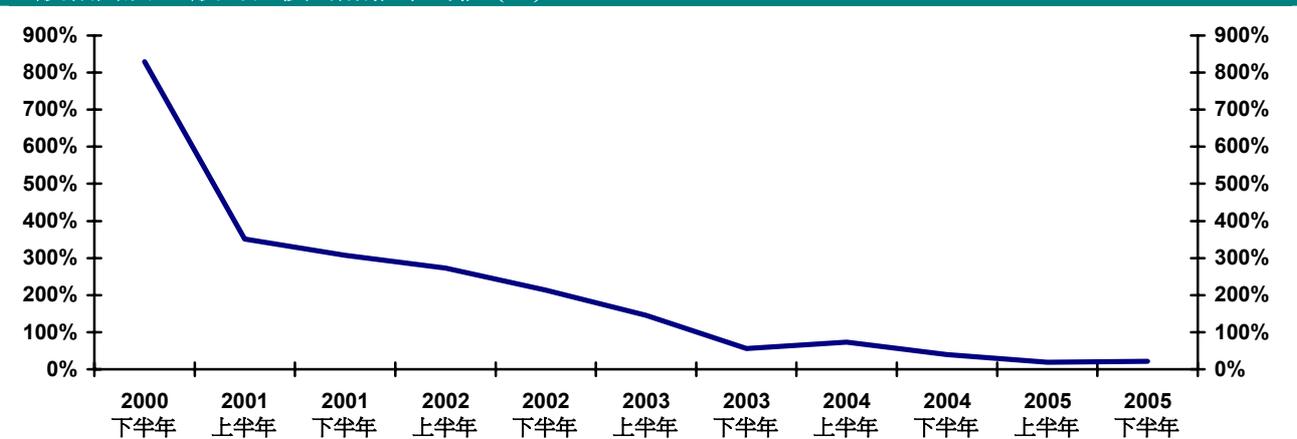
2. 然而，A 股相對於 H 股的溢價由 2000 年年底的加權平均值 830% 收窄至 2005 年年底的 22%。在 2000 年年底，所有 A 股的溢價均較其 H 股為高。相反，在 2005 年年底，大多數 A 股相對於其 H 股的溢價較低甚至出現折讓。在 2000 年

<sup>1</sup> 本文僅作探究事實及研究之用，並非意圖評論任何市場/公司的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見並不代表證監會的觀點。

<sup>2</sup> 溢價按市值加權計算。

年底至 2005 年年底期間，上海 A 股指數及深圳 A 股指數分別下跌 44%及 58%。相反，儘管恒生指數於同期下跌 1.5%，H 股指數卻上升 228%。

A 股相對於 H 股的溢價的加權平均值 (%)



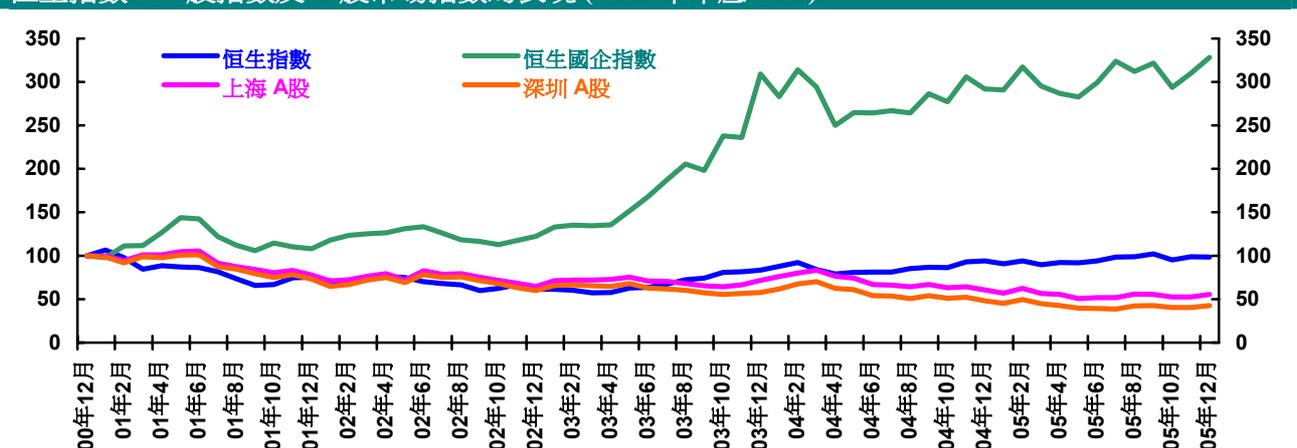
資料來源：證監會研究科

A 股與 H 股的溢價 (股票數目)

| A 股相對於 H 股的溢價 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|
| 0 – 100%      | 0    | 0    | 2    | 12   | 14   | 19   |
| 100 – 200%    | 0    | 1    | 6    | 10   | 9    | 4    |
| 200 – 300%    | 0    | 6    | 1    | 6    | 4    | 4    |
| 300 – 500%    | 6    | 12   | 11   | 0    | 1    | 0    |
| >500%         | 13   | 5    | 7    | 0    | 0    | 0    |
| 小計            | 19   | 24   | 27   | 28   | 28   | 27   |
| H 股相對於 A 股的溢價 |      |      |      |      |      |      |
| 0 – 25%       | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    | 4    |
| 小計            | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    | 4    |
| 總計            | 19   | 24   | 27   | 29   | 30   | 31   |

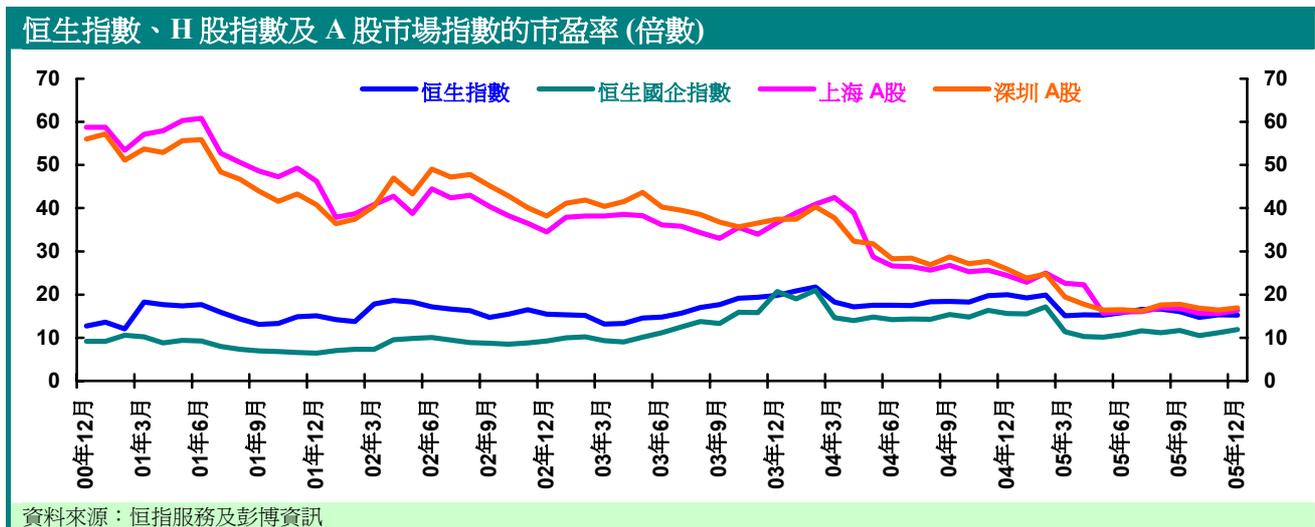
資料來源：證監會研究科

恒生指數、H 股指數及 A 股市場指數的表現 (2000 年年底=100)



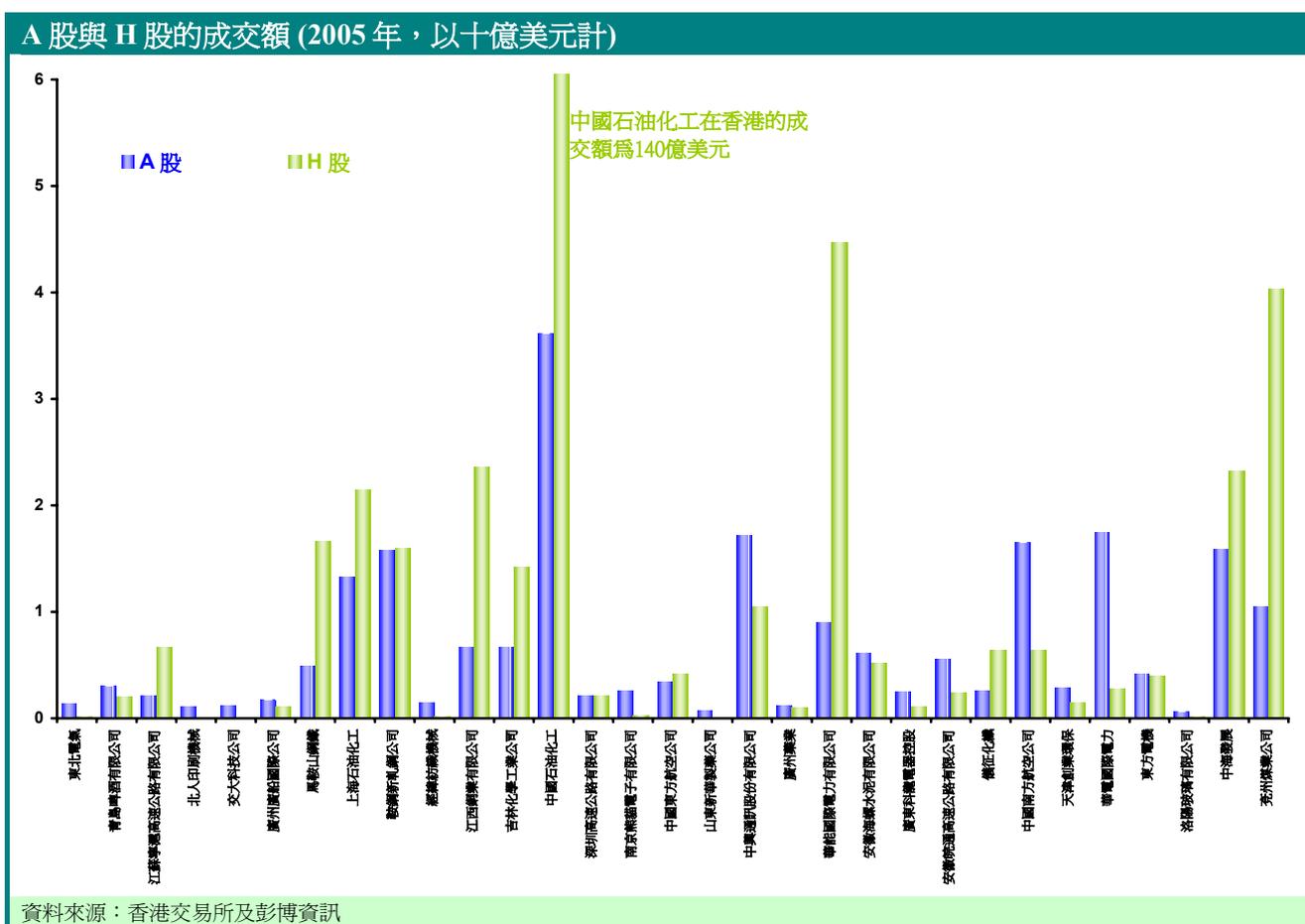
資料來源：證監會研究科及彭博資訊

- 根據資訊供應商提供的資料，上海 A 股及深圳 A 股市場的市盈率分別由 2000 年年底的 59 倍及 56 倍下降至 2005 年年底的 16 倍及 17 倍。相反，H 股指數的市盈率則由同期的 9 倍上升至 12 倍，而恒生指數的市盈率亦由 13 倍增至 15 倍。



### H 股的總交易額較 A 股的高

- 在 2005 年，31 隻股票當中，有 13 隻 H 股的成交額比相關 A 股的還要高。然而，H 股的總交易額則比 A 股的高。



- 31 隻 H 股在香港的總成交額達 399 億美元，而 A 股的總成交額則為 217 億美元。換句話說，以交易金額計，約 65% 的交易是在香港進行的，而 A 股在內地的市場佔有率為 35%。

6. 值得注意的是，三隻交投最活躍的股票(即中國石油化工、華能國際電力和兗州煤業)合共佔該 31 隻股票在兩個市場的總成交額的 45.6%。就這三隻股票而言，它們在香港的市場佔有率約 79%至 83%。一方面，香港市場看來好像能藉交投最活躍的股票取得很大的市場佔有率。但另一方面，若豁除這三隻股票，只有 52%的交易金額在香港進行，而 48%則在內地進行。

## 2005 年 31 隻 A 股與 H 股

|              | A 股           |              |              |              | H 股           |              |              |              | 總計            |              |              |              |
|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|              | 成交額<br>(十億美元) | 成交量<br>(百萬股) | 市值<br>(十億美元) | 成交額比率<br>(%) | 成交額<br>(十億美元) | 成交量<br>(百萬股) | 市值<br>(十億美元) | 成交額比率<br>(%) | 成交額<br>(十億美元) | 成交量<br>(百萬股) | 市值<br>(十億美元) | 成交額比率<br>(%) |
| 東北電氣         | 0.14          | 548.10       | 0.04         | 368.19%      | 0.02          | 202.68       | 0.02         | 90.90%       | 0.16          | 750.77       | 0.06         | 272.09%      |
| 青島啤酒有限公司     | 0.30          | 281.55       | 0.21         | 144.82%      | 0.20          | 183.40       | 0.69         | 28.15%       | 0.49          | 464.95       | 0.90         | 54.92%       |
| 江蘇寧滬高速公路有限公司 | 0.21          | 279.10       | 0.12         | 180.62%      | 0.67          | 1,316.40     | 0.69         | 96.56%       | 0.88          | 1,595.49     | 0.81         | 108.90%      |
| 北人印刷機械       | 0.11          | 223.34       | 0.03         | 348.06%      | 0.01          | 45.25        | 0.02         | 58.15%       | 0.12          | 268.60       | 0.05         | 240.47%      |
| 交大科技公司       | 0.12          | 254.89       | 0.03         | 449.31%      | 0.004         | 24.88        | 0.01         | 39.90%       | 0.13          | 279.77       | 0.04         | 341.32%      |
| 廣州廣船國際公司     | 0.17          | 384.33       | 0.06         | 293.16%      | 0.11          | 460.39       | 0.03         | 384.65%      | 0.29          | 844.72       | 0.09         | 323.72%      |
| 馬鞍山鋼鐵        | 0.49          | 1,245.63     | 0.20         | 241.99%      | 1.66          | 4,816.83     | 0.54         | 308.81%      | 2.15          | 6,062.46     | 0.74         | 290.46%      |
| 上海石油化工       | 1.33          | 2,743.63     | 0.37         | 357.79%      | 2.15          | 5,843.59     | 0.89         | 239.96%      | 3.48          | 8,587.22     | 1.27         | 274.65%      |
| 鞍鋼新軋鋼公司      | 1.58          | 2,870.93     | 0.46         | 343.78%      | 1.60          | 2,971.99     | 0.48         | 334.52%      | 3.19          | 5,842.92     | 0.94         | 339.06%      |
| 經緯紡織機械       | 0.15          | 365.61       | 0.08         | 189.83%      | 0.02          | 88.86        | 0.05         | 48.88%       | 0.17          | 454.47       | 0.12         | 137.81%      |
| 江西銅業有限公司     | 0.67          | 1,077.76     | 0.14         | 465.45%      | 2.36          | 4,583.80     | 0.66         | 359.35%      | 3.04          | 5,661.56     | 0.80         | 378.50%      |
| 吉林化學工業公司     | 0.67          | 1,196.54     | 0.13         | 520.85%      | 1.42          | 4,739.65     | 0.35         | 407.44%      | 2.09          | 5,936.19     | 0.48         | 437.89%      |
| 中國石油化工       | 3.61          | 7,159.54     | 1.62         | 223.53%      | 14.00         | 33,075.95    | 8.33         | 168.00%      | 17.61         | 40,235.50    | 9.95         | 177.03%      |
| 深圳高速公路有限公司   | 0.21          | 377.65       | 0.08         | 260.42%      | 0.21          | 583.20       | 0.25         | 86.01%       | 0.42          | 960.85       | 0.32         | 128.40%      |
| 南京熊貓電子有限公司   | 0.26          | 492.04       | 0.04         | 726.19%      | 0.03          | 206.27       | 0.05         | 60.29%       | 0.29          | 698.32       | 0.08         | 342.44%      |
| 中國東方航空公司     | 0.34          | 938.77       | 0.09         | 381.41%      | 0.42          | 2,445.83     | 0.25         | 170.20%      | 0.76          | 3,384.59     | 0.34         | 226.17%      |
| 山東新華製藥公司     | 0.07          | 178.82       | 0.03         | 252.49%      | 0.01          | 49.41        | 0.02         | 36.33%       | 0.08          | 228.23       | 0.05         | 159.09%      |
| 中興通訊股份有限公司   | 1.72          | 523.70       | 1.04         | 164.95%      | 1.05          | 340.06       | 0.54         | 195.02%      | 2.77          | 863.76       | 1.58         | 175.22%      |
| 廣州藥業         | 0.12          | 182.12       | 0.06         | 204.10%      | 0.10          | 288.88       | 0.09         | 111.34%      | 0.22          | 470.99       | 0.15         | 148.80%      |
| 華能國際電力有限公司   | 0.90          | 1,155.69     | 0.36         | 252.76%      | 4.47          | 6,192.78     | 2.01         | 222.67%      | 5.37          | 7,348.47     | 2.37         | 227.20%      |
| 安徽海螺水泥有限公司   | 0.61          | 674.15       | 0.24         | 257.45%      | 0.52          | 522.94       | 0.53         | 97.54%       | 1.13          | 1,197.09     | 0.77         | 146.79%      |
| 廣東科龍電器控股     | 0.25          | 777.66       | 0.05         | 487.44%      | 0.11          | 539.41       | 0.05         | 204.76%      | 0.36          | 1,317.07     | 0.10         | 344.19%      |
| 安徽皖通高速公路有限公司 | 0.56          | 670.74       | 0.19         | 298.61%      | 0.24          | 410.83       | 0.24         | 99.87%       | 0.79          | 1,081.57     | 0.42         | 186.94%      |
| 儀征化纖         | 0.26          | 779.85       | 0.07         | 393.18%      | 0.64          | 3,466.24     | 0.30         | 210.38%      | 0.90          | 4,246.09     | 0.37         | 243.23%      |
| 中國南方航空公司     | 1.65          | 4,246.90     | 0.33         | 503.30%      | 0.64          | 2,048.18     | 0.34         | 189.46%      | 2.29          | 6,295.08     | 0.67         | 344.38%      |
| 天津創業環保       | 0.29          | 591.72       | 0.05         | 565.95%      | 0.15          | 476.24       | 0.08         | 183.80%      | 0.44          | 1,067.96     | 0.13         | 333.59%      |
| 華電國際電力       | 1.75          | 4,472.92     | 0.20         | 888.99%      | 0.28          | 1,006.76     | 0.37         | 77.74%       | 2.03          | 5,479.68     | 0.56         | 361.67%      |
| 東方電機         | 0.42          | 294.49       | 0.09         | 457.41%      | 0.40          | 411.71       | 0.17         | 230.65%      | 0.82          | 706.20       | 0.27         | 309.47%      |
| 洛陽玻璃有限公司     | 0.06          | 159.60       | 0.02         | 360.56%      | 0.02          | 140.17       | 0.02         | 80.40%       | 0.07          | 299.76       | 0.04         | 203.80%      |
| 中海發展         | 1.59          | 1,635.97     | 0.24         | 668.35%      | 2.32          | 2,922.21     | 0.95         | 243.91%      | 3.92          | 4,558.18     | 1.19         | 328.92%      |
| 兗州煤業公司       | 1.05          | 1,305.07     | 0.21         | 497.51%      | 4.04          | 4,317.78     | 1.26         | 321.77%      | 5.09          | 5,622.85     | 1.47         | 347.07%      |
| 總計           | 21.69         | 38,088.78    | 6.85         | 316.58%      | 39.87         | 84,722.58    | 20.27        | 196.70%      | 61.56         | 122,811.37   | 27.12        | 226.98%      |

資料來源：香港交易所及彭博資訊

## 以成交量計，H 股較 A 股還要活躍

7. 由於大多數 A 股的價格都較其 H 股的高，所以以成交量(以消除價格效應)來比較兩者的買賣活動會有幫助。在 2005 年，以成交量計，16 隻 H 股的交投量較 A 股的高。以總成交量計，69%的交投量是在香港進行的，而餘下的 31%則在內地進行。扣除價格效應後，該 31 隻股票的交投量顯然集中在香港。

## A 股的成交額比率(總成交額佔市場總值的百分比)較 H 股的高

8. 成交額比率是某股票的買賣活動及其股份數目的比率。在 2005 年，31 隻 H 股的整體成交額比率為 196.7%，而內地 A 股的整體成交額比率則為 316.6%。這就意味着就該 31 隻股票而言，所有已發行股份曾在香港轉手兩次和在內地轉手三次。31 隻 A 股的成交額比率介乎 145%與 889%之間，而 H 股的成交額比率則為 28%至 407%。尤其，華電國際電力及南京熊貓電子的 A 股的成交額比率分別為 889%及 726%，而它們的 H 股的成交額比率則只有 78%及 60%。

## A 股和 H 股是各自獨立的市場

9. 雖然 H 股在 2005 年的市場份額以金額計有所增加，但以交投量計則下跌。最重要的是，A 股和 H 股是各自獨立的市場 — 內地的投資者不准投資海外市場，而海外的投資者亦只可透過合格境外機構投資者計劃投資內地的 A 股市場。其中一個市場的交易活動的改變應不會引致另一個市場的交易活動有所改變。

### A 股與 H 股的概要

| 年份   | 上市公司的數目 | A 股           |              |              |              | H 股           |              |              |              | 總計            |              |              |              |
|------|---------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|      |         | 成交額<br>(十億美元) | 成交量<br>(百萬股) | 市值<br>(十億美元) | 成交額比率<br>(%) | 成交額<br>(十億美元) | 成交量<br>(百萬股) | 市值<br>(十億美元) | 成交額比率<br>(%) | 成交額<br>(十億美元) | 成交量<br>(百萬股) | 市值<br>(十億美元) | 成交額比率<br>(%) |
| 2003 | 29      | 20.66         | 34,039.05    | 7.30         | 283.01%      | 24.76         | 88,682.02    | 19.08        | 129.79%      | 45.42         | 122,721.06   | 26.38        | 172.19%      |
| 2004 | 30      | 27.78         | 36,724.45    | 6.79         | 409.19%      | 44.24         | 96,932.17    | 19.26        | 229.68%      | 72.02         | 133,656.61   | 26.05        | 276.47%      |
| 2005 | 31      | 21.69         | 38,088.78    | 6.85         | 316.58%      | 39.87         | 84,722.58    | 20.27        | 196.70%      | 61.56         | 122,811.37   | 27.12        | 226.98%      |

資料來源：香港交易所及彭博資訊

10. A 股市場的成交額在很大程度上取決於國內市場氣氛、股票表現及國內的經濟環境。相反，H 股市場的成交額則取決於包括全球市場氣氛、股票表現及全球經濟環境的多項因素。