

# 留住优质大盘股 分享经济成长红利

□国泰君安研究所

## 不能重复“因噎废食”的旧途

由于我国市场经济起步较晚,在全球化分工中,尚处在基础制造和加工的产业链前端,因此激烈的同质竞争,导致大部分企业生命周期较短,即使从股市顺利筹资后,资金管理往往低效,项目投资也承担较大风险;从股市以往的相关财务数据分析,那些竞争优势比较突出,能实现盈利稳定增长的公司往往是行业的领先者,更多具备一定的垄断特征。从行业分布上看,一般处在钢铁、石化、交通运输、能源电力、信息技术等国民经济的支柱产业,因此这些公司一般具有较大的资产规模。

回顾以往中国股市,由于股权分置,股价大大高于上市公司内在价值成了一种常态,缺乏价值基础的投机成为市场的主基调,市场短期的巨量扩容对投机的资金分流,造成股价的挤压,从而使市场参与者逐渐形成了恐大(市值)的思维惯性。不同利益主体就“扩容问题”频频向市场监管者施压,于是后者被迫放弃“三公”原则,担负起稳定市场的作用,放弃向市场注入优质大盘股,转而放任众多经营情况不稳定的平庸公司包装上市,助长了投机作为,逐渐形成了鼓励投机的恶性循环。

未来可以预见,“全流通机制”之因将结出“合理定价”之果。随着投资理念、风格、产品、投资者结构日益国际化的趋势,我们有必要研究其他成熟市场,大盘优质股对当地证券市场的作用和长期影响,以鉴A股的未来,思考优质大盘股以何种方式选择登陆市场是有利于国内资产的保值增值,有利于国内的宏观经济,有利于保护广大的投资者。

## 优质大盘股的市场特征

所谓优质大盘股具备两个特征,即业绩优良、发展稳定,且市值巨大。在海外股票市场上,鲜有这种称呼,投资者一般把那些在其所属行业占有重要支配地位、业绩优良、发展稳定、股本规模大、成交活跃、红利优厚的大公司股票称为蓝筹股(Blue Chip)。

在发达成熟的资本市场上,蓝筹股的股价波动,反映着市场冷暖趋势,甚至是该国整体经济态势和走向。20世纪90年代以后,美国股市曾有10年牛市,MICROSOFT、INTEL、IBM、HP表现更是突出,其优良业绩和迅速增长的关键市值,对股指的提升起到了巨大作用,也体现了美国科技新经济的繁荣历程。美国现在的一些蓝筹股演绎的神奇成长经历屡屡成为人们诠释成功的经典教材,比如大家熟悉的可口可乐,从BLOOMBERG上统计的结果看,该公司在1919年的9月以40元的价格发行了50万股股票,至今年5月24日以市值算已经达到1026.65亿美元。从我们可查阅25年的数据看,可口可乐真是一个让人尊敬的公司,该公司每年的每股收益保持健康稳定的上涨,波动非常之小;上市时间更短的微软1986年3月以21元的价格发行了279.5万股股票,至今的市值达2324.85亿美元,从其每股收益变化的特征看,它是一个快速成长的优质公司,收益能力几乎几年就有个飞跃;而埃克森公司简直是个巨无霸,其市值是可口可乐的三倍多,该公司每股收益随着油价飞涨,是一只真正的贵族股票;而波音公司的每股收益有一定的波动,但总的趋势是振荡向上,这就是蓝筹。目前中国还没有这种特征的股票出现,它们基本都有很高的壁垒,或是代表一种生活方式,或是垄断一方的资源,或是有着非常高的技术壁垒,它们是可以让长线投资者安心的资金托付者(见图1)。

而在市场低迷之际,蓝筹股往往能发挥稳定市场的积极作用。例如,1997年亚洲金融危机波及香港时,正是汇丰控股、中信

泰富等蓝筹股挺挺的股价表现,力挽了危局。汇丰控股作为蓝筹股的中坚,其每年稳定增长的业绩是“优质”一词的最好诠释,而真正能支撑其股价稳定表现的还是他不断增长的业绩(见图2)。

我们研究了美国行业经济大发展的路径,发现行业景气的时点通过股市IPO也留下了清晰的足迹,比如:20世纪70年代石油股大量招股,80年代初银行股也在市场积极筹资,90年代的所谓新经济的狂热,促使当地高科技与网络股大量发行,在相应的时间段内,行业优势公司大多利用权益投资获得资金高速增长行业份额,达到竞争打击对手的目的。同样香港房地产龙头股汇丰、新鸿基、和记黄浦基本在70年代上市也反映了该时段当地金融房地产业的辉煌。

这些经验,其实说明了一个问题,大盘优质股从小变大,一定经历了充分的竞争,经历了较长的运作磨合,在公司策略、管理架构、技术研发、资源占有、市场份额等方面已累积了相当的优势,有很强的生存能力和专业壁垒,这些优势使得庞大的机器在未来运作中取得成功的可能性更高。因此,那些过往的历史,使我们相信大型优质公司业绩增长的稳定性和可预期性更高。即我们普遍认识到的,大盘优质股的风险一般较低,收益稳定,能反映国民经济状况。

## 从美国指数经验看优质大盘股对股市意味着什么

1、标普500指数的启示——要保持市场健康发展,选择优质企业上市将是必要条件

标普500指数是美国最权威的样本指数,其20多年来一直上涨,究其原因,除了新股上市后优质股的“汰弱留强”效应,其根本是大量优质大盘股被注入当地市场。我们曾研究了美国标普500指数的利润、股价、行业构成和相互的对应关系,试图明确基本面对股指的影响以及股价和利润波动又存在什么样的对应关系,也可以说想确认美国股市是不是真的是反映该国宏观经济的起落,通过实证分析我们可以得出“利润的增长水平和股指表现高度正相关”的这一成熟市场的经验性结论。为了消除美国上市公司年报跨期不统一的问题,我们还还原了标普500指数各成分股的季度数据,对比各个季度标普500指数成分股的净利润与标普500指数之间的关系,容易发现指数的转折和运行趋势基本上与成分股利润波动同向,也同步。2000年之后市场总利润的同比增速和指数的同向关系则更能说明问题(见图3、图4)。

因此,我们不难得出以下结论,由于美国股市能不断有优质大盘股被输入,因此其能保持不断壮大和繁荣的活力,而其股市也能成为真正国民经济的晴雨表。同时,我们得到一个启示,要保持市场健康发展,选择优质企业上市将是必要条件。

2、道琼斯指数启示——有行业代表性的公司较多步入行业生命周期的成熟阶段,具有相当的稳定性

道琼斯指数集中了市场行业中有代表性、市值权重显著、业务规模大的公司,道琼斯成分股包括工业指数30只成分股、交通运输指数20只成分股、公用事业指数15只成分股共65家公司。例如,道·琼斯工业样本股中拥有通用、可口可乐、埃克森和波音等一批著名跨国公司,这些公司规模庞大,渗透力强,在美国经济发展中具有重要地位,其运营状况可以从一个侧面折射出美国经济运行态势。我们曾构建财务指标分析体系,从规模、盈利能力、现金流、资本扩张四个角度分析其所处产业生命周期的相应阶段,他们显然都不是初创阶段,基本横跨高速增长阶段至衰退阶段中,大多数样本处在成熟阶段,因此不论是企业赢利和公司的发展都具有很强的可预测性,相对应的股价表现也相当的稳定。

中国股市已经历了16年的风风雨雨,在本世纪的第6个年头,我们终于有望全面解决扭曲资本市场的“股权分置”问题,新老划断后,今年6月IPO也将全面恢复。如何让市场在经历一场“破旧”的革新后,恢复市场定价和资源配置的功能,让投资者有权分享我国经济蓬勃发展的红利,才是保护投资者工作的重中之重。

我们为“股权分置”支付了13年的时间成本,也因此扭曲了市场定价,错配了宝贵的金融资源。随着“全流通”时代的到来,全体股东利益目标的一致性趋强,合理定价的结果也将是可以预见的未来。那么,让A股的投资者体会我国国力增强的喜悦,奠定证券市场迅速壮大的基石,给股市注入优质的公司就是一个前提。

证券市场健康发展,必须引导优质大盘公司进入,A股市场不能再错失这个机遇。让优质大盘股留在A股市场也是市场参与者的历史责任。

(本文执笔:吴坚雄)

## 缺乏优质大盘股新鲜血液已使A股市场边缘化

我们一般将建立在上证180指数基础上充分考虑流动性的再精选股票组合上证50指数所含的成分股认定为优质大盘股,但2年来由于新股增发使A股丧失融资能力,缺乏新陈代谢,上证综指以跌破千点的代价,来宣泄市场不健康的体征。然而,同期的香港H股市场因为大量内地的大盘优质股输血,在不断扩容的同时,指数却上涨了228%。我们痛惜地发现,金融保险、电信、石油石化、航空、有色金属等涉及国家经济金融命脉的垄断型行业的龙头企业,国内最大的商贸、纺织、科技企业都无一例外地在香港上市,从港交所披露的材料看,仅主板的H股2005年总筹资额达到1586.78亿港元,比2004年多增了近1000亿港元,而同期A股仅筹资339亿元,H股市场俨然成为中国主板市场,受惠于此,整个香港市场的市值到今年4月底也激增到96700亿港元,是A股市值的两倍。由于内地的QDII尚未放行,内地的投资者不能合法的投资港股,因此大量的优质股在港上市,使内地的投资者根本无法分享中国经济快速增长的红利。前期,中石油公布2005年年报,公司净利润又增长28%,获得1334亿元的净利润,再次刷新2004年净赚1029亿元的历史纪录,同时也超过日本丰田,再度成为亚洲最赚钱的上市公司。我们查询了港交所公布的公司资料,中石油在2000年3月以1.27港币,发行了175.8242亿股,而本月25日的市值已达1772.3亿元港币,内地的老百姓没有权利分享到改革的成果,却通过各种燃油向这个垄断巨头转移了近600亿元的收益。

我们虽然景仰股王巴菲特敏锐的投资嗅觉,自2003年起持续大笔吸纳中石油股票近24亿股,按当时成本和后来抛售的区域价格估算,应该获利在150多亿港元。我们由不得念起了“蚕妇吟”。其实这也不是个例,如中海油、中国人寿、中国电信、中国铝业等香港上市的国企,无一不是依托垄断优势,凭借拥有全球最大的消费群体——内地百姓来获取丰厚利润。但有趣的是内地境外上市的大盘股近80%身为资源或行政垄断企业,本来就是一种资源稀缺,在内地市场缺乏足够多优质企业护航的局面下,以改善公司治理结构,学习境外成熟经验之名纷纷出海。那么这种对资源的浪费就是A股边缘化的直接原因。

或许有人会认为,由于A股体质孱弱,无力承担太大的招股压力,那么我们运用事件分析法把观察到的经验和变化提出供参考。我们曾运用事件分析方法,统计大盘股发行前后对大盘股影响,结果发现以往的确存在大盘股发行,对大盘影响偏淡,按照简单平均跌幅分析,发行前后各时期大盘都受重创,表现为普遍地下跌,随着发行时间的后推,利淡作用加强。而银行股的发行,对大盘偏淡影响更趋一致。只有长电上市时,由于未来经营成长和业绩预期都相当透明,因此表现优异,并带动大盘走好。这给我们的启示是,如果优质大盘股在回归A股主板市场发行时,以诚信的态度帮助投资者建立稳定预期,以透明的信息披露培育投资者的信任,以稳健增长的业绩和分红赢得长线的投资者,那么长电当时演绎的王者归来还将一次次重演(见图5)。

## 优质大盘股在两地发行比较

1、A股发行价格过热还是H股发行价格过冷

A股在股权分置改革前,股票发行实行审批制度,股价长期虚高,而二级市场和一级市场存在的价差也推高了IPO发行价格,我们比较了部分含A、H股招股价格的差异,考虑了发行时点不同造成指数点位不同可能造成的定价差异,经过比较不难发现,两个市场招股的价格存在巨大落差,A股的发行价远高于H股招股价, 同是控股同权的流通股只因在不同地点发行即存在极大的落差(见表1)。

拿中石化举例,其H股部分在2000年10月招股,价格折合人民币1.72元,A股在次年7月招股,价格是4.22元,同期香港恒生指数从15693.50点下挫至12624.53点,而A股上涨5%,从2040.88点攀升至2156.72点,即使考虑了同期全市场定价的波动因素,可为何A股以H股定价2.5倍的价格招股。从数据分析看,这种现象普遍存在于两地同质公司招股的价格差异上,如果有公司认为A股市场火爆,市场有足够多的认购者愿意接受这个价格为借口,那也间接的承认了,该公司在香港以低得多的价格发售股票可能存在的管理缺陷。大量历史文献和研究文章,在讨论全球市场IPO的定价时,往往比较容易得出发行价过冷的结论。从比较经典的动机分析理论出发,至少有个动机或许能解释H股也许存在发行价过低的可能性:即承销H股的国际投行,作为上市公司发售股票的承销商,具有更多的市场信息和发行新股的定价信息。如果发行人无法全面地监督承销商的情况下,承销商会通过低价发行的方式来提高其承销活动的成功率,避免发行的失败风险。

此外,从估值比较上看,目前新综指约17倍的市盈率,H股指数仅13倍,在A股有望筹集更多的现金。

2、在货币流动性过剩,市场预期人民币升值的宏观环境下,筹集人民币更有利于公司的收益和国家的宏观目标

美国政府近几年的减税计划使我们相信,其经常项目逆差将继续高企,美国仍将向全球输出大量外汇储备,同时,日本和欧元区随着经济的明显复苏(或者是缓慢复苏),其信贷创造能力将继续增长,因此,年内全球超额流动性将不会迅速减少;而中国经济的持续高速增长,人民币升值长期趋势的不可逆转,中国央行为了对冲贸易顺差带来的美元盈余,提供了大量的人民币兑换,同时通过货币政策的紧缩,来应付过

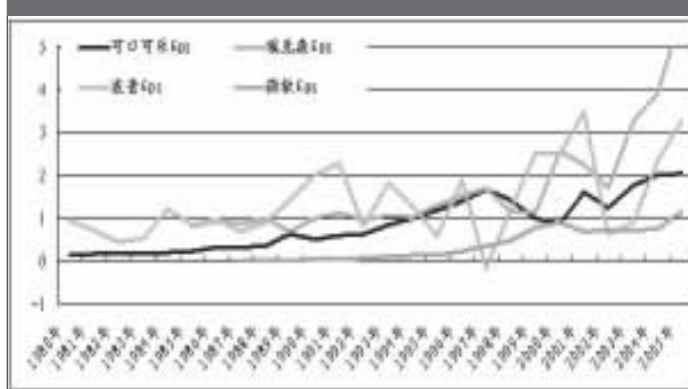
剩的流动性。如果优质大盘公司在目前的宏观环境下,仍日在香港市场筹资,将面临汇兑损失的风险,同时又和央行的货币目标相违背,增加央行回笼货币的压力。因此,暂时放缓募集美元资金是有利于国有资产的保值和符合央行的货币目标的。

3、机构投资者的重大变化是优质大盘股留在A股市场的重要支点

随着证券市场的复苏,投资者信心也逐渐恢复,鼓励投资者参与优质大盘股的投资是证券市场重要任务,也是政府增强投资者信心的一种必要措施。我们注意到前期发行的广发策略优选基金创下了中国基金业的一个纪录:首发规模接近180亿元,也是中国基金业发展历史上第三只首发规模超过百亿的偏股型基金,前两个超百亿的基金由于市场容量关系,很难在股价稳定的前提下购入足量的优质标的,只能分散到较多的品种中,分散了专业管理人的精力,故业绩平平,这种现象根本还在于,市场缺乏足够多的优质大盘股,如果A股市场拥有一批具有行业代表性、关系国计民生、在国民经济发展中具有重要地位的上市公司留在A股市场,机构投资者的发展,中国证券市场的资源配置功能还将有反复。优质大盘股在香港市场上能平稳发行,根本在于香港是个离岸市场,金融资本能相对自由地流动,而国内随着开放的加快,各种金融产品和制度的创新,相信投资理念和资金因素都会趋于国际化,在全流通的机制下,合理定价应该就在不远的未来。我们有15万亿的居民储蓄,如果优质大盘股稳定回报投资者并高于银行利息的收益率,对保守型投资者的吸引力也是巨大的,1个百分点就是1500亿的储蓄资金。在目前的投资氛围下,蓝筹股对于稳定股票市场、塑造理性投资行为、促进股市发展进而推动经济发展具有不可估量的作用,其稳健的收益风格将培育出一批专门投资蓝筹股的个人群体。

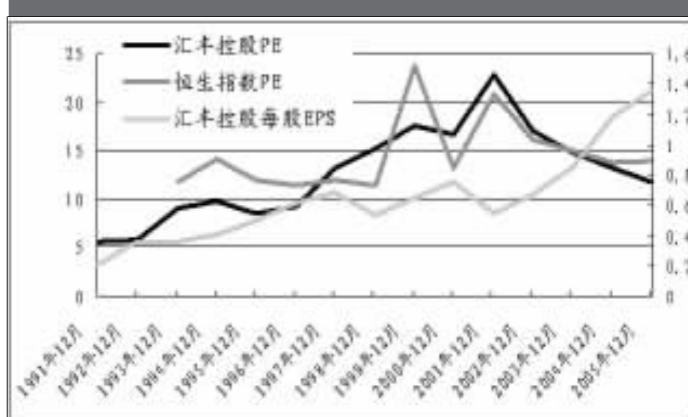
理性分析和股市实践证明,股票价格的波动受多种因素影响,从长远看,股票的价格决定于公司的基本面,即其内在价值,而短期,受制于股市供求力量对比的变化。市场中,投资和投机资金共同作用于股价的变化,相比较而言,投资资金决定长期走势,投机资金决定中短期的走势,只要优质大盘股有了足够的数量,各种专业的机构投资力量将会茁壮成长,而足够多的优质大盘股能形成更替,我们也能造就不断创新的、类似标准普尔500指数的中国指数。

图1:美国的蓝筹持续收益能力经过时间的考验,是真正的蓝筹



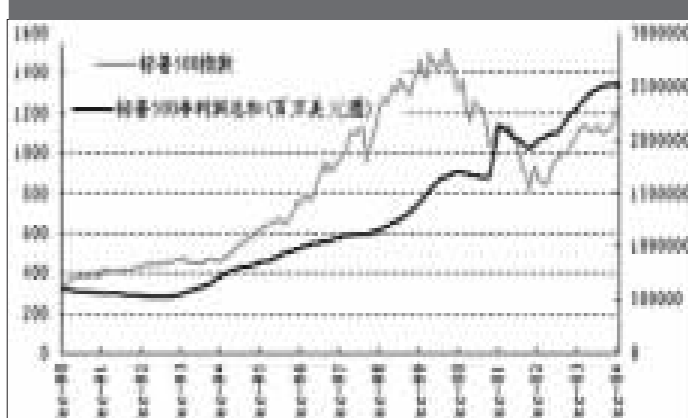
数据来源: BLOOMBERG

图2:汇丰控股每股收益逐年提高,估值的稳定性也高于指数



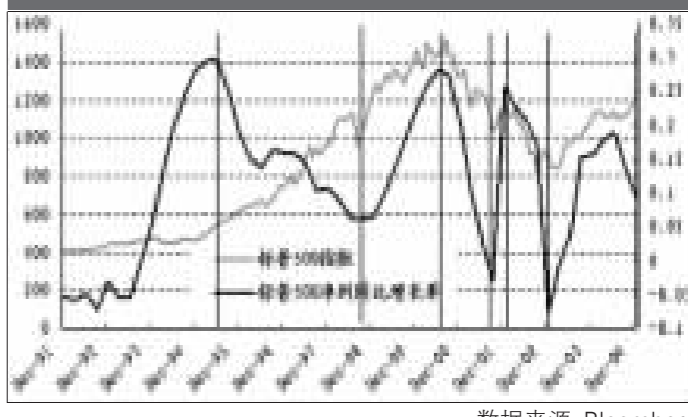
数据来源: BLOOMBERG

图3:指数的转折和趋势基本上与成分股利润同向、同步波动



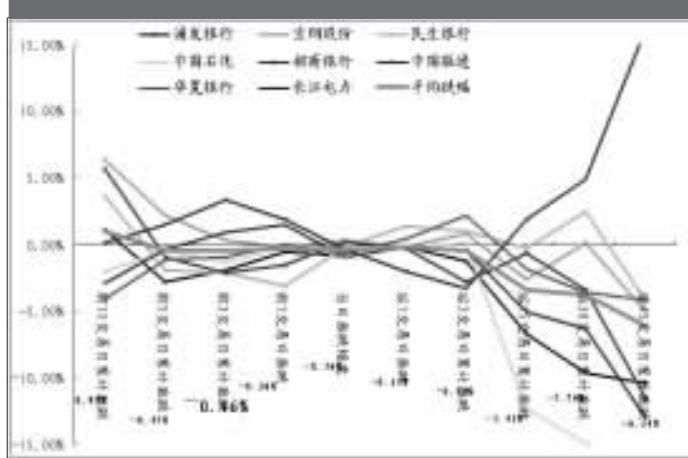
数据来源: Bloomberg

图4:指数趋势基本上与成分股利润同比增幅同向、同步波动(1995年至1998年期间是例外)



数据来源: Bloomberg

图5:随着机构投资者的成长,长电开始颠覆市场恐大的心理



注:图内数据代表平均涨跌幅度。选取15个交易日作为统计单位是充分考虑了发行和上市的时间间隔。资料来源:Wind资讯

表1:A、H股招股价格落差巨大

A股代码	H股代码	名称	A股发行价格(人民币元)	A股招股日期	A股招股当日上证指数	A股招股当日恒生指数(HSI)	H股发行价格(HK\$)	H股招股日期	H股招股当日恒生指数	H股招股当日上证指数(折合成人民币元)		
600600	168	青岛啤酒股份	6.38	1993/7/24	936.10	6750.33	2.80	1.127	3.15	1993/6/29	7107.00	1042.61
600688	338	上海石化股份	3.00	1993/11/30	875.96	9125.21	2.19	1.127	2.47	1993/7/23	6750.33	936.10
600362	358	江西铜业股份	2.27	2001/12/21	1628.16	11158.10	2.55	1.069	2.73	1997/6/12	14990.90	1444.22
000898	347	G鞍钢	3.90	1997/11/17	1233.38	10419.75	1.63	1.070	1.74	1997/7/22	15446.78	1160.24
600029	1065	南方航空	2.70	2003/7/10	1535.41	9983.31	4.70	1.070	5.03	1997/7/25	15658.12	1206.72
600685	914	G海螺	4.10	2002/1/31	1590.18	10725.30	2.28	1.072	2.44	1997/10/17	13601.01	1157.73
600188	1171	兖州煤业股份	3.37	1998/6/8	1496.33	8586.63	2.42	1.069	2.59	1998/3/16	11181.54	1264.73
600027	1071	华电国际电力股份	2.52	2005/1/24	1287.86	13386.99	1.73	1.064	1.84	1999/6/25	13784.51	1640.46
600028	396	中国石油化工	4.22	2001/7/16	2156.72	12624.53	1.62	1.061	1.72	2000/10/9	15693.50	2040.88
000063	763	G中兴	6.81	1997/10/6	1238.67	14776.78	22.00	1.064	23.41	2004/11/29	14066.91	1318.79
600066	489	东风汽车公司	5.10	1999/6/28	1659.84	13840.29	1.60	1.042	1.67	2005/11/24	15084.39	1312.39

资料来源: WIND 资讯, BLOOMBERG, 港交所网站, YAHOO