

如何看待深成指突破万点

投资者更应关注“成长”而非“泡沫”

□ 深证信息公司 首席分析师 毛迅 金融工程分析师 杨成栋 金季 孙映

深成指突破万点大关,标志着中国A股市场首只万点指数的诞生,这一事件震动了整个中国证券市场。十六年中国股市在无数责难与争论中一路走来,随着深成指突破万点,人们蓦然回首才发现:“泡沫”未灭,而最后一丝责难——“泡沫论”宣告破灭。究竟何为“泡沫”?股票市场的实质是什么?如何看待万点以后的中国股市?

要点一:“泡沫论”是一个伪命题。所谓“泡沫”实质上就是市场预期,“买股票就是买未来”,股票市场就是建立在对未来的市场预期之上,没有预期,就没有市场。

要点二:深成指冲破万点,十倍于十三年前起始基点,而市盈率却只是从当时熊市的12倍增到现在的30倍。深成指冲破万点源于两大原因,一是上市公司质量的提高,一是投资理念的根本性转变。这一结果说明,中国股市培养的优质公司已经开始主导市场,中国资本市场健康成长的种子已经发芽,“泡沫论”宣告破灭。

要点三:在公司质量的支撑下,没有必要与股市点位过不去。股市的风险缘于未来的不确定性,所以,投资者应重点关注国家经济发展状况、上市公司经营及公司治理状况,尽量回避系统风险和企业经营风险,科学理财、长期投资。

要点四:“泡沫论”破灭后,管理层也就不必以“挤泡沫”为已任,而应充分相信市场的力量和智慧,强化市场监管,弱化指数调控,点位交由市场投资者自行决定,风险自负、后果自担,管理层只保证“三公”的市场环境,让有形之手和无形之手各司其职。

要点五:中国证券市场在经历了放手试验、反思调整和健康发展三阶段后,完成了一个从量变到质变的过程,政府也应该由政策调控股市的思维,向股市调整政策和策略的思维转变,充分利用中国资本市场的运行规律和特点,为实施国家战略服务。

一、万点深市宣告“泡沫论”的破灭

10000点:市盈率30倍

深成指攀上万点大关,并没有引起太多的“高原反应”,指数点位和成交金额仍在继续刷新历史纪录。

深圳证券信息公司指数事业部金融工程数据跟踪显示,在统计规律下,深成指牛市的正常市盈率中心点是40倍市盈率,30倍至50倍为正常波动区间。异常临界点为20倍和60倍。20倍至30倍为高速上升期。50倍至60倍进入过度投机区域。

以最保守的估值指标——静态市盈率和市净率来看,目前深成指的平均市盈率大约30倍,市净率约4.4倍,与1997年见顶时对应的60倍市盈率和6.7倍市净率相差甚远,与2001年见顶是对应的46倍市盈率和4.9倍市净率相比也还有较大差距。深证成份指数万点市盈率为30倍,尚在正常投资范围。(见表1)

深成指冲破万点,十倍于十三年前起始基点,而市盈率却只是从当时熊市的12倍增到现在的30倍,深成指指的成份股从上市至今给股东的回报都超过十倍以上。这给广大投资者一个有益的启示:风物常宜放眼量,没有必要和短期点位过不去,目前A股市场才刚迈入发展阶段,上市公司盈利正在快速增加,06年年报、07年一季报预增公司比比皆是,所以,投资者此时更应该关注公司的“成长”,关注国家经济发展状况、上市公司经营及公司治理状况,尽量回避系统风险和企业经营风险,科学理财、长期投资。

正常的市场预期主要受到两个方面的干扰:微观的企业经营风险和宏观的系统风险。

在微观方面预期干扰来自于主观和客观两个方面:主观上有由于调查不够、分析失误造成预期偏差,也有有意为之,也就是人们常说的“黑嘴”;客观上有企业经营出现意外风险,造成预期落空。在这方面管理层工作卓见成效,如打击“黑嘴”、提高上市公司质量,加强市场信息透明度等。

在宏观方面预期干扰同样来自于主观和客观两个方面:主观方面某些特殊身份的场外专家随意对市场发表意见,干扰市场投资者对于市场的正常判断,客观上即是我们所说的宏观经济及各种重大突发事件。建议在市场系统风险防范方面加大力度,如严控“白嘴”和重大突发事件的市场应急措施的建立等等。

二、中国式“纽交所”与“纳斯达克”的格局初见雏形

深沪两市本来具有同质性,但“2000年深圳主板停发新股”、“2004年深圳启动中小企业板”两大事件对两市的结构和功能变化造成了深远影响,两个市场开始走向分化,越来越多地表现出各自的独特性。深成指行至万点,类似于“纽交所”与“纳斯达克”的格局已见雏形,偏重于资产配置的投资者可关注于沪市,以公司成长为投资首选则重点投入深证市场。

沪市以支柱产业大型国企为主,深市以新兴产业中小企业居多

两市的结构差异首先体现在行业结构方面。以深成指和上证50成份股来分析,行业分布具有以下特点:

1、行业分布差异(见表2)

沪市以国家控制较强的国民经济支柱产业为重。上证50行业权重60%主要集中于金融保险、金属(钢铁)、交通运输。这些行业的运行状况与国民经济和社会发展的“稳定”密切相关,因而国家控制意愿很强,国有资本在行业中大多占有绝对主导地位。

深市则以市场化较为深入的新兴行业为主。深成40权重较为分散,60%集中于金属(钢铁及金

属制品)、房地产、食品饮料、信息技术(通信设备)。这些行业大多属于改革开放后发展起来的新兴行业,对于国民经济和社会发展也具有重要意义,但更多是在“繁荣”层面做出贡献,因而国家控制意愿不强,市场化较为彻底,国有资本只占有相对主导或者非主导地位。

2、股权结构差异

从深成指和上证50的10大成份股来看,沪市公司的国有大比例、第一大股东持股比例大大高于深市公司。沪市十大成份股中90%属于国有控股公司,其中7家属于绝对控股(国有股超过50%),国有股比例平均为59.9%。相比之下,由于深市企业多为一般竞争性领域的行业,十大成份股中只有4家公司国有股比例超过50%,国有股比例平均为34.2%。值得一提的是,深市十大成份股中有4家完全不存在国有股,这在A股市场中实属难得。(见表3)

此外,沪市前十大公司股权结构更为集中,呈现“一股独大”的特点,第一大股东持股比例平均超过50%,这种结果有利于国家的控制管理和企业的稳定发展;而深市十大成份股股权相对分散,第一大股东持股比例平均只有40%,公司治理结构更为规范合理,也更符合市场化竞争的要求。

由于沪市成份股大多是事关国计民生的支柱行业的大型国企,在规模指标上具有显著优势。沪深十大成份股平均值对比,流通股本和流通市值的差距分别是3.4倍和1.2倍,总股本和总市值的差距则高达21.2倍和6.1倍。总资产和净资产的差距分别是22.5倍和9.25倍,主营收入和主营利润的差距分别为7.3倍和6.2倍。

深市成份股则大多来自新兴行业,在成长性方面遥遥领先。目前深市10大成份股已有9家披露06年年报,其中净利润增长超过50%达到7家,更有5家公司增长超过200%!而沪市10大成份股中已有8家披露年报,除了中信证券外,其余7家公司净利润增长都不超过50%。(见表5)

至此不难得出结论:沪市以支柱产业的大型国企为主,公司规模普遍庞大,国家控制力度较强,业绩增长平稳;深市以新兴产业的中小企业居多,公司规模相对不大,市场化程度较深,业绩增长较快。

沪市护航大型国企深化改革,深市助推中小企业加速成长

深沪两市的结构功能日益分化,实际上是两个市场功能定位逐渐分明的必然结果。

自2000年以来,出于深化国企改革的需要,国家级的大型国企纷纷登陆A股市场。无论先期上市的宝钢股份、中国石化、长江电力、中国联通,还是近期登陆的工商银行、中国人寿,这些企业在上市前已具有较长发展历史,也已经颇具规模(上证50十大成份股上市之初的总股本平均高达494亿股),属于进入了成熟期的“蓝筹股”。这些大型国企的上市一方面巩固了国企改革成果,加速了国民经济支柱产业的市场化进程,一方面增强了A股市场与宏观经济的关联度,同时降低市场市盈率和提升市场流动性,提高了A股市场的整体投资价值。

总体而言,沪市大型国企具有以下共同特点:

A、来自国民经济支柱产业,政府控制力强,高管通常由国家任命,经营理念倾向保守。

B、上市前已在各自领域占有较大市场份额,成长空间有限,成长速度一般。

C、享有各种政策和资源优

势,平稳增长较有保障,生存压力小,开拓创新动力不足。

D、普遍已经进入成熟阶段,现金流充裕但业绩增速一般,倾向于以现金分红回报股东。

上述特点决定了大型国企是典型的价值型公司,其增长水平长期而言与GDP增速相当,以这些公司为主体的上海股市类似于纽约股市,是以“价值”为表征的中国主板市场。

深圳市场则具有“成长”的特点。深市历史上就盛产成长类个股,深发展、万科、中集集团和中兴通讯等公司,都曾以持续高成长为投资者带来丰厚回报,给市场留下深刻印象。随着2004年中小板在深圳市场启动,苏宁、华兰生物、大族激光等一批新的高成长中小企业涌现,深圳市场的“成长”特征更加明显。

与沪市十大成份股截然不同,深市十大成份股上市之初规模都不大,6家公司上市后总股本还不到1亿,平均为4.14亿,仅为沪市十大成份股的8%。但深市个股上市时普遍处于高速增长期,在证券市场的强力助推之下,其成长速度十分惊人。与上市之初对比,深市十大成份股年均扩本增长幅度为187%,不少公司的股本较上市之初已扩大数十倍,如万科和深发展股本扩大了105倍和40倍,苏宁电器上市仅3年时间股本已扩张了14.5倍!而沪市成份股的年均股本增长幅度仅为51%,如果扣除唯一一家非国有控股公司民生银行,其余9家国有控股公司的年均股本增速只有0.07%。(见表6)

纵观深市十大成份股,可以发现它们也有一些共性:

A、来自市场化较为深入的产业,企业自主性较强,高管与企业共同成长,富有进取心。

B、上市之前规模普遍较小,起点相对较低,成长空间可观,成长速度较快。

C、很少享受政策和资源优势,竞争意识和危机意识较强,开拓创新的动力大。

D、大多处于高成长阶段,倾向于留存现金做后续发展,实施积极的股本扩张政策。

证券市场为这些企业提供了强大推力,助推了这些企业的持续高成长,企业则通过积极的开拓创新和持续高成长,为市场提供源源不断的投资热点,提升市场的整体活力,深市的这种特点很容易让人联想到纳斯达克市场。实际上,在建设多层次资本市场的国家战略指引下,深市的定位与沪市逐渐泾渭分明,在沪市明确以“价值”为旗帜构建中国主板市场的同时,深市则围绕“成长”这一核心打造着中国的纳斯达克。

了解深沪两市在结构和功能上的不同特征,对于理解两市目前的指数分化和未来的演变趋势都有重要意义。

三、万点以后的资本市场与国家战略

中国证券市场在经历了放手试验、反思调整和健康发展三阶段后,完成了一个从量变到质变的过程,政府也应该由政策调控股市的思维,向股市调整政策和策略的思维转变,充分利用中国资本市场的运行规律和特点,为实施国家战略服务。

中国已确立科学发展观,制定了自主新型国家战略,资本市场在国家战略的实施过程中必将发挥重要作用。结合中国资本市场的特点,在支持重大创新项目和中小企业发展两个方面,应是资本市场支持国家战略

的两个重点。

利用资本市场融资优势扶持重大创新项目

与银行提供的间接融资相比,资本市场提供的直接融资具有风险承受能力强、财务负担小、融资效率高等诸多优点,更适合风险高、周期长、规模大的重大创新类投资项目,如新能源、新材料和新技术的开发等。这类项目回报常常是非线性和不确定的,潜在投资者不了解创新产品的性质和特点,创新活动常常是无形的,在产品获得商业成功以前,难以评估其货币价值。这些特点决定了此类项目难以获得银行的支持,单靠创业者个人和政府又无能为力,只能求助于资本市场。

目前A股市场中已有一些利用资本市场发展重大创新项目的成功案例,如:丰原生化(000930)在资本市场的强力支持下,生物燃料乙醇项目获得快速发展。生物燃料乙醇项目是世界上可再生资源的发展重点,也是中国中长期能源战略中的重点发展方向和“十五”十大重点工程之一。丰原生化利用A股市场提供的资金,短短几年内已基本将酒精-乙烯-环氧乙烷-乙二醇生产链打造成形,目前已成为国内最大的燃料乙醇生产企业,拥有44万吨的燃料乙醇生产能力。2006年12

月,中粮集团通过股权收购成为丰原生化第一大股东,使丰原生化成为中粮集团生物燃料产业链中的关键一环,燃料乙醇项目前景更加光明。

从发达国家经济发展的历史来看,几乎每一次大规模的技术创新都是依托资本市场发展起来的。从十九世纪初钢铁和化工行业的兴起,到二十世纪末计算机、生物工程成为经济的龙头,起飞过程中的每一个阶段都与资本市场密切相关。中国的自主创新国家战略同样离不开资本市场,有理由相信,充分运用资本市场,以市场化方式进行重大创新项目的投资将成为一种主流模式。

加速创业板建设 促进自主创新战略

中小企业是我国经济中最有活力、最具自主创新精神的群体。有统计显示,我国65%的专利、75%以上的技术创新成果、80%以上的新产品来自中小企业。加速创业板建设,是实施自主创新国家战略的一项根本举措。2004年6月,中小企业板在深圳市场启动,为中小企业打通了一条融资渠道,截至2007年4月13日,已有125家中小企业登陆中小板。不过,目前中小板的发展速度远不能满足中小企业的实际需要。调查显示,有80%的中小企业认为融资环境

没有改善,或是趋于恶化。

现行的发审制度在诸多方面存在不足,不利于优质中小企业尽快进入资本市场,突出表现为企业上市周期长、成本高、程序复杂;资本市场缺乏自主创新的激励机制和约束机制。科技创新企业不能及时、有效地运用资本市场功能,大大阻碍了中小企业的技术进步,从而导致大量的中小企业长期处于高新技术产业的产业链价值低端,沦为“中国制造”而非“中国创造”的角色。

推动中小企业板制度创新,加速中小板建设是促进自主创新国家战略的当务之急。研究显示,流动性不足制约了机构投资者对中小板的参与力度,进而对中小板市场的发展造成消极影响。通过一定的制度创新——如在中小板发行更多特色ETF,并允许基金购买ETF,可以突破中小板的流动性瓶颈,加速中小板市场的建设。

目前在A股市场中,中小板的数量仅占8%,流通市值仅占2.5%,与中小企业在国民经济中占据半壁江山的地位相比,代表性严重不足。加速创业板建设,不仅有助于解决中小企业融资难问题,推动自主重新国家战略,还能增强资本市场与宏观经济的关联性,使投资者能更充分的分享中国经济中最具活力中小企业的

增长成果。

表1:深成指历史高低位估值水平对比

日期	深成指	市盈率	市净率	财务数据来源
1996-1-23	924.33	11.82	1.30	1995年报
1997-5-12	6103.62	60.30	6.73	1996年报
1999-5-17	2521.08	39.57	2.53	1998年报
2001-4-17	5091.45	46.35	4.89	2000年报
2005-6-3	2590.53	10.59	1.70	2004年报
2006-12-5	6005.53	18.41	2.94	2006三季报
2007-4-13	10019.92	30.41	4.43	2006年报、三季报

注:数据截至2007年4月13日收盘,下同。

表2:深成指与上证50行业流通市值权重对比

深证成指排名	行业	市值(亿)	比重	上证50排名	行业	市值(亿)	比重
1	金融	1143.2	26.2%	1	金融保险	4409.8	42.0%
2	房地产	760.9	17.5%	2	金属	1141.8	10.9%
3	食品饮料	588.4	13.5%	3	交通运输	1054.0	10.0%
4	信息技术	359.1	8.2%	4	电煤气水	813.7	7.7%
5	机械设备	293.3	6.7%	5	信息技术	715.8	6.8%
6	金融保险	282.6	6.5%	6	机械设备	606.1	5.8%
7	批发零售	197.6	4.5%	7	采掘业	548.5	5.2%
8	采掘业	165.0	3.8%	8	食品饮料	362.8	3.5%
9	交通运输	149.0	3.4%	9	石油化学	300.4	2.9%
10	电煤气水	148.8	3.4%	10	综合类	197.7	1.9%
11	社会服务	116.7	2.7%	11	纺织服装	146.5	1.4%
12	石油化学	101.5	2.3%	12	传播文化	116.7	1.1%
13	造纸印刷	49.8	1.1%	13	房地产	86.0	0.8%

表3:十大成份股股权结构对比

	深市	沪市
国有控股公司	6	9
非国有控股公司	4	1
国有控股比例平均	34.2%	59.9%
第一大股东绝对控股公司	4	6
第一大股东相对控股公司	6	4
第一大股东持股比例平均	40.4%	50.1%

表4:十大成份股规模指标对比

名称	流通股本	总股本	流通市值	总市值	总资产	净资产	主营收入	主营利润
沪市十大	43.8	528.1	556.5	4022.0	11382.4	1053.4	1782.4	321.7
深市十大	10.0	23.8	254.2	570.4	484.1	102.7	214.4	44.5
倍率	3.4	21.2	1.2	6.1	22.5	9.3	7.3	6.2

注:股本单位为“亿股”,市值、资产收入利润单位为“亿元”。

表5:十大成份股2006年净利润增长对比

代码	名称	净利润增长率(%)	备注	代码	名称	净利润增长率(%)	备注
000568	泸州老窖	628		600030	中信证券	492	
000060	中金岭南	309		600016	民生银行	42	
000001	S深发展A	270		600036	招商银行	39	1-9月
000898	鞍钢股份	229		600000	浦发银行	35	
000825	太钢不锈	212		601398	工商银行	30	
002024	苏宁电器	105		600050	中国联通	28	
000002	万科A	60		600028	中国石化	28	
000858	五粮液	48		600900	长江电力	8	
000039	中集集团	4		600019	宝钢股份	3	
000063	中兴通讯	-46		601628	中国人寿	-	

表6:十大成份股股本扩张速度对比

上市月份	名称	原总股本(亿股)	现总股本(亿股)	增长倍数	年均增长(倍)
1991.01	万科A	0.41	43.70	104.94	6.56
2004.07	苏宁电器	0.93	14.42	14.47	4.82
1991.04	S深发展A	0.49	19.46	39.12	2.45
1994.04	中集集团	0.89	22.19	23.93	1.84
1998.04	五粮液	3.20	27.11	7.47	0.83
1997.01	中金岭南	0.80	6.65	7.31	0.73
1994.05	泸州老窖	0.87	8.71	9.03	0.69
1998.10	太钢不锈	6.28	26.60	3.24	0.36
1997.11	中兴通讯	2.50	9.60	2.84	0.28
1997.12	鞍钢股份	25.09	59.33	1.36	0.14
平均					1.87
上市月份	名称	原总股本(亿股)	现总股本(亿股)	增长倍数	年均增长(倍)
2000.12	民生银行	35000	1016721	28.05	4.01
2002.04	招商银行	3.50	101.67	1.58	0.32
1999.11	浦发银行	57.07	147.03	0.81	0.10
2000.12	宝钢股份	24.10	43.55	0.40	0.06
2003.01	中信证券	125.12	175.12	0.20	0.05
2006.10	工商银行	24.82	29.82	0.02	0.02
2002.10	中国联通	3278.22	3340.19	0.08	0.02
2003.11	长江电力	196.97	211.97	0.04	0.01
2001.08	中国石化	78.56	81.87	0.00	0.00
2007.01	中国人寿	867.02	867.02	0.00	0.00
平均					0.51