红筹公司陆续“海归”成必然趋势

□西南证券 张刚

对于年内在香港上市的红筹股海归发行A股,市场预期颇高。管理层的相关讲话中,也凸显支持红筹海归的态度。中国证监会副主席范福春3月份表示,证监会倾向于红筹股回来直接以IPO方式上市。争取让中国移动今年回归,方式是直接上市。同月国务院国资委主任李荣融表示,应该鼓励国企红筹股回归国内,只要企业愿意,国资委鼓励其回来。中国证监会主席尚福林也表示,对于红筹公司回归A股,证监会倾向于采用直接发行A股上市的方式。那么,红筹公司将会如何发行A股,又会对内地股市产生哪些影响呢?

发行方式为直接发行A股

在红筹回归的发行方式方面,主要包括以下三种回归路径:CDR模式(发行存托凭证)、联通模式、直接发行A股模式。联通模式是采用分拆子公司在国内上市,这种双重结构容易导致公司治理方面出现问题,同时,也不符合目前整体上市的思路。而CDR模式则适用于真正的外资公司,采用CDR模式,将涉及外汇管制;同时所涉环节较多,不如直接发行A股简单;托管和存托业务将使主要市场利益流入外资金融机构。

目前正在制定《境内投资境外股份有限公司发行A股上市试点办法》。该办法将对红筹回归A股的发行条件进行详细规定,如红筹公司在盈利方面,可能需满足年净利润超过10亿元的指标,但对于设立时间不满三年的红筹公司,上述指标则可豁免。至于发行方式,监管层倾向于直接发行A股,并鼓励采用存量发行的方式。在发行A股时,监管层还支持存量发行方式,即总股本不变,由大股东拿所持有的上市公司股份到A股市场上出售给流通股股东。而鼓励存量发行的最大优点,主要是为缓解资金流动性过剩的压力。

不过,由于两地上市,上市公司管理办法等法律法规必然有所不同,这将导致红筹公司上市在部分细节上,仍存在着问题。如公司治理方面,内地有关监事会、独立董事、公司章程、股东大会通知召开和表决方式、高管兼职等方面的规定,与香港就存在着差异;内地股票和红筹股面值不统一也是个需要解决的问题。有关负责人还建议,在红筹公司募集资金投向上,鼓励投资国内,但不限制投往境外、对境外公司以募投资金在国内并购公司亦不作限制;程序上,按国内A股IPO的程序进行,需要上市辅导。

不可否认,红筹公司发行A股的方式仍存在一些争议。为保证红筹公司发行A股相关办法的研究拟定工作顺利进行,证监会已责成由发行部发行审核五处负责相关工作。待办法颁布后,证监会将圈定具体的试点公司,推进试点工作的开展。

二级市场资金面将受考验

有媒体曾报道,红筹回归初期将主要面向大公司,暂不放开至小公司。中移动、网通、中海油、中海发展、中化化肥、香港中旅、中粮国际、华润电力、华润置地、联想有望成为首批试点企业。

不过,两类公司暂不纳入红筹回归行列:一是母公司已在国内上市,二是子公司已在国内上市。如东风汽车、中国联通等红筹公司将无法海归。尽管如此,红筹海归将对内地股市的二级市场资金面产生较大影响。

一是大规模新股发行会引发申购热潮而导致二级市场资金流向一级市场。前不久发行的交通银行、中信银行在申购的时候网上、网下共冻结资金规模均高达1.4万亿元以上。大盘红筹公司海归发行,必将吸引大量机构和散户的资金踊跃申购,而对二级市场形成套现压力。

二是资金流至香港股市。红筹公司发行A股,必将促成每股净资产的提升,另外募集资金投向也将使得未来预期利润增加。相关红筹类公司必会作出利好反应,因而存在较大的投资机会。目前内地居民购汇较为便利,较多发达地区也十分方便赴港,或在内地通过其他渠道开设港股账户进行交易。QDII制度对投资境外股票市场的放松,也将吸引内地居民以合法的渠道进行投资。人民币资金、外币资金都会出现一定的外流迹象。

红筹海归引发成份股调整

2006年9月份修订后的沪深300指数编制规则将对选样空间的要求由原来的“上市交易时间超过一个季度”修改为:“上市时间一般不少于一个季度,除非该股票上市以来日均总市值在全部沪深A股中排在前30位”。对新发行的股票,若符合样本空间条件,且总市值(不含境外上市股份)排名在沪深市场前10位的,启动快速进入指数的规则,即在其上市第十个交易日后进入指数。这样,新上市的大盘股若总市值排名前10位,将会很快被计入沪深300指数。目前,在沪深300成份股中仅有13只金融类股票,但所占的权重过大,占到两成的比例。这样,货币政策变化将会对沪深300指数走势产生较大的影响,而自2006年以来央行便不断采取紧缩政策以收紧银根。因此,加速大盘的红筹海归有助于完善沪深300成份股的构成,加快股指期货的推出。然而,作为机构投资者在投资组合的配置上将适当调低其他权重股,特别是银行股,而准备大量资金增加海归的红筹A股的持仓。这样,银行股等权重股将会不断遭遇套现压力。

从长期看,在境外上市的内地优质资源公司纷纷海归,将增加内地股市的整体规模,有助于提升内地股市在亚洲地区甚至全球的金融地位。同时,增加股票发行规模,也有助于改善股票市场流动性过剩,以及泡沫的过度膨胀。如此看来,大量红筹公司陆续海归便已成必然趋势。

可能在A股上市的红筹公司(港币;* 人民币)

公司	股票代码	2006年净利润(十亿)
中国移动	0941.HK	*66.03
中国网通	0906.HK	*10.55
中海油	0883.HK	*30.90
华润创业	0291.HK	2.78
中信泰富	0267.HK	8.27
中国海外	0688.HK	2.37
招商局国际	0144.HK	2.54
骏威汽车	0203.HK	2.36
华润电力	0836.HK	2.30
公司(成立不到3年)	股票代码	2006年净利润(百万)
汇源果汁	1886.HK	*221.6
天津港发展	3382.HK	304.00
银泰百货	1833.HK	*206.4

资料来源:彭博

中国移动(0941.HK)

未来用户增长将主要来自农村

□招商证券 秦蓁

2006年中国移动用户总数增长了22.13%,ARPU值保持在89.8元,但MOU从335分钟增加到381分钟,ARPM下降了12.1%。

从中长期看,中国移动的用户数仍然有望保持高速增长,ARPU值基本保持平稳。未来移动的用户增长将主要来自农村,增值服务收入将有效弥补语音ARPU的下降。

中国移动获得TD牌照已无悬念,相对另三家运营商,中移动“要人有人,要钱有钱,要经验有经验”,中国移动的参与对确保TD的成功应用有重要意义。

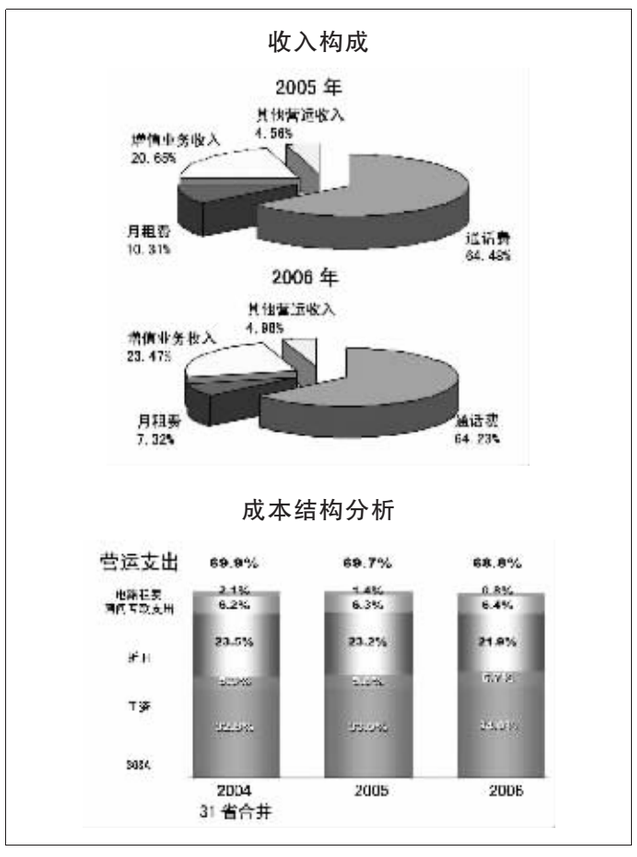
从目前情况来看,3G牌照发放最快也要到今年的第四季度。“三张牌照、三种标准”是基本原则,竞争对手的增加将不可避免。

如果在实行双向结算前,移动在国内全面铺开单向收费,将对收入及利润有较大压力,另外降低漫游费也是一种趋势。

由于缺乏所谓“killer application”,3G对用户吸引力仍然有限。高ARPU的用户会率先使用3G,而非3G让用户ARPU值提高。

海外并购对公司的国际化管理提出了挑战,并涉及到文化整合、人才资源以及网络建设等多方面问题。

2006年中国移动营业收入达2953.58亿元,同比增长了21.5%;净利润660.26亿元,同比增长23.3%;每股盈利3.32元,全年利润派息1.383元,派息率达41.6%。EBITDA为1595.74亿元,同比增长了19.7%。



中国移动业务经营情况

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06
营运收入	650.15	719.64	757.12	826.67
EBITDA	357.84	425.59	428.48	383.52
EBITDA率	55.04%	59.14%	56.59%	46.39%
净利润	143.55	158.13	159.65	199.43
净利润率	22.10%	21.97%	21.09%	24.12%
ARPU(元)	86	89.77	89.98	93.67
MOU(分钟)	359	374	390	401.96
ARPM(元/分钟)	0.240	0.240	0.231	0.233
用户数(亿)	2.61	2.74	2.87	3.01
移动数据用户(百万)	227.20	239.96	250.74	270.38
短信使用量(十亿)	81.6	85.4	88.0	98.38

中国移动近年来用户ARPU、MOU及ARPM

	ARPU(元)		MOU(分钟)		ARPM(元/分钟)	
	签约用户	预付用户	签约用户	预付用户	签约用户	预付用户
2006	207	55	671	293	0.308	0.188
2005	185	55	589	241	0.314	0.228
2004	167	56	517	194	0.323	0.289
2003	168	57	418	138	0.402	0.413

华润电力(0836.HK)

资产收购将陆续展开

□国泰君安(香港) 张文先

公司签订协议分别向江苏电力、华东电网收购扬州第二发电公司30%、15%股权,收购总代价18.06亿元人民币。收购完成后,扬州第二发电公司将作为公司联营公司入账,并以权益法核算。收购代价相当于2005、2006年市盈率23.6倍、36.7倍。

未来资产收购料陆续展开。华润电力管理层在公布2006年业绩时已表示,2007年资本开支部分将用于收购项目,目标为向母公司收购位于江苏省的电力项目,公司公布上述交易表明收购策略开始得以落实。管理层同时表示公司正考虑多个收购项目,涉及装机容量达100万千瓦机组,除向外部收购外,公司也会于适当时机向母公司收购资产,但目前没有具体时间表。按照公司此前公布计划,2007年公司将有5家电厂9台机组投入商业运行,总装机容量、权益装机容量分别为2,205MW、1,818MW,同比增幅分别为17.0%、22.7%。公司2007年目标权益装机容量为1万兆瓦,2008、2009年分别为1.2万和1.4万兆瓦,每年增幅不少于2,000MW。

调高2008、2009年盈利预测16.5%、15.6%。估计收购扬州第二电厂有望在2007年内完成,届时可增加公司2008、2009年盈利贡献0.65亿元(港元,下同)、0.78亿元。综合分析,预测公司2007、2008、2009年纯利分别为30.37亿元、38.52亿元、44.50亿元,同比分别上升28.4%、26.8%、11.5%,其中2007年盈利预测维持不变、2008、2009年盈利预测分别调高16.5%、15.6%,2007至2009年公司每股收益预计分别为0.791元、1.001元、1.156元,同比分别上升27.5%、26.6%、15.5%。

中国网通(0906.HK)

两税合一料带动2008年盈利增长

□国泰君安(香港) 冯丹丹

两税合一料带动2008年盈利增长7.0%。宽带业务是公司现有业务的增长动力,预计2006至2008年公司宽带业务收入复合增长率达到24.3%,对整体收入的贡献将由2005年的9.7%分别提高至2006至2008年的12.8%、15.7%和18.3%。但由于固网语音业务疲弱,整体税前利润仍欠成长性,2006至2008年复合增长率仅约3.8%。不过,鉴于两税合一有望于2008年起全面推行,公司北方十省业务目前法定所得税率均为33%,将是内外资企业所得税率统一至25%的受惠者。将公司2008年预测有效税率由30%下调至24%,税务成本的下降将带动公司2008年盈利同比增长7.0%。

6至18个月内获得3G牌照的机会增加。由于现在距离政府兑现“奥运期间提供3种制式的3G服务”的承诺已为期不远,因此公司将在未来6至18个月内获得3G牌照的机会增加。

3G有助NAV估值提升。就公司现有固网业务而言,由于DCF参数中无风险利率减少1.1个百分点至3.5%,以及港元对人民币汇率由1.03调整3%至1.00,加上从2006年底估值转换至2007年底等因素,每股NAV估值提高至22.4港元,相当于13.3倍和12.4倍2007、2008年PE,1.8倍2007年P/B。在3G情景下,将自由现金流长期增长率假设由目前的2%提高至4%,计算出每股NAV估值范围介于17.2至27.7港元。

鉴于电信运营商并非资源类公司,拟定目标价的主要参考标准仍然是PE。在行业整体PE估值提高的情况下,公司目前较行业平均水平折让约30%。考虑到未来6至18个月内公司获得3G牌照的机会增加,此外,行业重组仍有可能伴随3G牌照发放而进行,而公司作为弱势固网运营商将是行业重组的焦点之一,PE估值将有上升空间。

华润创业(0291.HK)

主业加快转型为综合消费品

□国泰君安(香港) 张文先

评估处理石油及相关产品业务暂无时间表。公司表示已对处理其石油及相关产品经销业务的不同方案进行可行性评估,并与有意投资者进行讨论,可能导致出售部分或全部有关业务,但目前尚未签订任何协议及设定任何时间表。公司于2007年1月初以25亿元人民币收购蓝剑全部股本权益,加快转型为以综合消费品业务为主业,而在完成出售非核心业务后,公司将获得更多资源进行收购整合,以实现公司成为国内最大的消费品分销商目标。

考虑到国内业务已达成协议,预料公司将加快香港地区业务的出售,预料在2007年完成的可能性较大。

预料华润创业出售上述资产将给公司带来大量现金流和账面特殊收益,可令公司进一步减少债务及利息支出,并增加派发特别股息的可能性。另一方面,虽然出售资产有利于华润创业由一家综合类红筹公司转型为以消费品分销业务为主的公司,提升整体估值水平,但投资者仍应关注出售资产后可能出现的短期盈利缺口。

维持公司2007至2008年盈利预测。主要业务中,预计2007至2008年啤酒业务净利润分别增长96.9%、26.0%至4.64亿元(港元,下同)、5.84亿元;零售业务利润分别为2.96亿元、3.61亿元,同比增长24.4%、22.0%;纺织业务利润分别为0.68亿元、0.72亿元,同比增长6.3%、5.9%;食品加工经销业务盈利为5.01亿元、5.68亿元,同比增长13.6%、13.4%;投资物业预计盈利为5.34亿元、5.50亿元,分别增长(25.7)%、3.0%。综合分析,预计公司2007至2008年整体纯利分别为24.25亿元和27.28亿元,每股收益分别为1.031元和1.160元。

中海油(0883.HK)

2007年首季产量好于预期

□国泰君安(香港) 刘谷

2007年产量数据好于预期。今年1-3月份油气产量同比上升5.1%至473,280桶油当量/天。原油产量同比下降1.2%至378,734桶/天。由于油价下降,海外原油产量相应上升32.4%;中国海产量则下降3.014%,南海西部降幅较大主要是由于检修。天然气产量同比上升41.1%至5.50亿立方英尺/天。中国海产量则上升27.3%。

原油产量有所下降为预期之中,总体产量则好于预期。公司在其2007年战略概览中的产量预测为162百万至170百万桶油当量。按第一季度数据有可能达至上限,但考虑到海洋油气生产受天气等因素影响不确定性仍强,暂不改变全年产量预测,维持公司2007至2009年产量假设分别为1.662亿、1.910亿和2.403亿桶油当量。

实现油价如预期。第一季度公司实现油价为52.45美元/桶,天然气实现价格为3.19美元/千立方英尺。参考基准油则为52.35美元/桶,同比下降9.30%。因此公司实现油价基本与基准油走势相符,也符合预期。据此计算第一季度支付特别收益金约为7.41亿元人民币。

传闻年内发A股。有报道,管理层表示公司将于今年在国内发A股。现金流测算显示,在目前资本开支规模下,公司资金仍充裕。目前海外扩张难度较大,在没有新投资项目的前提下,A股上市有利于股价,但也引起每股收益摊薄。

公司成本费用控制较好,优于国际同业。原油储量为25.285亿桶油当量,储采比为15.1年。未来将继续受益于高油价,天然气价格上调幅度可能加快。2008年可受益于税制改革。加息影响略为正面。国内能源政策调整的负面影响应不会太大。

2008年产量预期可恢复性增长15%,同时油价应有所上升,业绩相应提升。蓬莱19-3II、文昌油田、印尼东固、尼日利亚OML130项目将令2009年产量增幅达25%。

2007年产量和实现油价格基本持平、特别收益金多上缴一个季度、去年的配售摊薄将令每股盈利下降。但2008年业绩在产量、油价和税收的作用下升幅较大。2009年则同样因产量大幅增长而值得期待。公司抵御油价波动风险和保持业绩的能力有所提高。

中海油2007年1-3月份产量表

	2006Q1	2007Q1	同比增减
原油及石油液体(桶/天)			
渤海湾	200,473	207,247	3.4%
南海西部	45,820	33,190	-27.6%
南海东部	116,474	111,451	-4.3%
东海	1,634	1,527	-6.5%
海外	19,119	25,318	32.4%
小计(桶/天)	383,519	378,733	-1.2%
天然气(百万立方英尺/天)			
渤海湾	65	71	8.9%
南海西部	199	248	24.7%
南海东部	9	27	214.7%
东海	20	26	33.2%
海外	97	177	82.4%
小计(百万立方英尺/天)	390	550	41.1%
合计(桶油当量/天)	450,463	473,280	5.1%

资料来源:公司

中国海外发展(0688.HK)

今年内新增300万平米土地储备

□国泰君安(香港) 姚峣

2007年内新增300万平米土地储备,上调NAV值8%至每股13.0港元。根据最新市场调研,公司于2007年已新增土地储备300万平米,目前土地储备高达1800万平米。估计公司土地取得成本约为每平米2,274元(人民币,下同),而目前土地市价为5,100元,新增土地将为公司带来每平米2826元的税前利润。计入以上因素,上调公司预测NAV值8%至每股13.0港元。

部分认股权证到期,行使价格为每股4.5港元。公司发布公告,部分认股权证将于2007年7月17日到期,行权价格为每股4.5港元。于2006年12月31日,此批认股权证尚有1884万股尚未行使,鉴于目前公司股价远超行权价格,认为此批权证将全部转股,符合此前预期。

维持盈利预测。鉴于每股盈利计算中已计入完全摊薄股本,维持预测2007及2008年每股盈利为0.481元及0.627元。预计公司2006至2008年纯利年复合增长率为41.6%,成长性良好。

作为中资地产业的龙头企业,公司处于行业整合的有利地位,有望以强劣汰,扩大市场份额,成为宏观调控的赢家。公司NAV值为每股13.0港元。作为龙头企业,公司股价合理估值应对应1.0倍的预测NAV值,目前估值明显偏低。

本版制图 郭晨凯