

非典型增长: 交叉持股下的投资机会

● 股权增值的根源是在适当的会计准则下,标的企业的资产价格膨胀所引起的资产重估。第一个资产价格膨胀的原因是由中国目前的宏观经济所决定的,第二个则是企业经营环境的改善带来的资产增值。日本经验告诉我们,交叉持股能使企业在本币升值过程中享受资产重估的好处,并且交叉持股对第二个有正向促进作用,会使资产泡沫越来越大。

● 会计政策对持股企业享受投资所得方式有着重要的影响。成本法计量的交叉持股,其在二级市场上的盈亏并不能直接体现在企业报表中,只有分红和股东权益的增减能够体现出来,另外只有当企业出售所持股份、参考二级市场定价时,才能反映二级市场股票价格。

● 根据新的会计准则,交叉持股的股权将出现在“交易性金融资产”、“可供出售金融资产”两个新的会计科目中。交易性金融资产和可供出售金融资产规定必须以公允价值入账,这就意味着这些交叉持股公司而面临价值重估机遇。

● 长期投资的股权以成本法计量,控股公司的收益或分红将会合并到企业报表中,这是其分享投资股权的一般方式。而对于少数股东来说,最好的方式是把股权投资这项放入交易性金融资产或者可供出售金融资产部分,同时享受股东权益增值和二级市场上涨。

● 我们建议关注四类企业,分别是参股金融的上市公司、参股资源类企业的上市公司、持有优质公司股权的上市公司以及持有即将上市公司股权的上市公司,其中保险公司是我们强烈看好的投资标的。

○ 长江证券

一、交叉持股的逻辑背景

1、交叉持股的定义及特征

交叉持股是指在不同的企业之间互相参股,以达到某种特殊目的的现象。它的一个主要特征是,甲持有乙的股权;乙持有丙的股权;丙又持有甲的股权……,在牛市行情中,甲乙丙公司的资产都实现了增值,意味着它们所持有的别的公司股权也在升值,进而又刺激自身股价上涨,从而形成互动性上涨关系,也形成了泡沫性牛市机制。

之所以要讨论交叉持股的问题,是因为在目前的牛市里,这类群体的表现足以令我们不能等闲视之。

2、股权增值的来源

持股增值的根源是在适当的会计准则下,标的企业的资产价格膨胀所引起的资产重估。资产价格的膨胀有两种原因,第一种是由中国目前的宏观经济所决定的——大量过剩资金滞留资产市场,使得房地产、股票等资产价格出现了大幅上涨。另外一种原因,则是被参股企业由于经营环境改善使得利润或资产大幅增值,从而使参股企业间接受益。说到底,股权增值是一个间接增值的过程,也是虚拟资产增值的最后一个环节,所有实体经济以及虚拟资产的增值最终都会反映到股权增值上来。因此,股权增值是泡沫最终产生的结果,它也是最容易被无限放大的泡沫,当然它也是最脆弱的,最容易破灭的泡沫。

资产价格的膨胀是有序的,它的发展脉络也是可以追寻的。一般来说,由贸易顺差以及汇率升值所导致的流动性过剩,会直接引起资产价格的上涨,最为明显的是房地产、储蓄类金融资产以及艺术品,但是前两者比较容易反映到资本市场上来,房地产和金融资产价格的上涨,会使得其影子资产——股票进行上涨,进而使持有这些资产股票的企业实现了股权增值。而像艺术品这类资产则没有相应的虚拟资产来对应,因而对上市公司来说就没有太大的意义。

二、海外市场交叉持股经验的借鉴

1、交叉持股的起源及发展

相互持股最早开始于日本的阳和房地产公司事件。1952年该公司被恶意收购,从而引发了三菱集团内部结构调整。1953年,日本《反垄断法》修改后,出于防止被二级市场收购的需要,三菱集团下属子公司开始交叉持股。从此以后,交叉持股在日本作为一种防止被收购的策略而大行其道。在上个世纪50年代,日本企业还把相互持股作为跟银行保持密切关系以获取资本的一种策略。

相互持股发展的第二次浪潮出现在20世纪60年代后期外国投资自由化阶段,这个阶段美国等老牌资本主义国家大举向日本进行FDI,尤其是闯入了一些日本企业的优势领域,比如汽车行业。丰田是第一家运用相互持股策略来防止被外国企业恶意收购的公司,之后,日产、五十铃、日野、大法等汽车公司也采取了同样的策略。

交叉持股显然达到了防止恶意收购与加强银行与企业之间关系的目标,但也有很弱的副作用,那就是削弱了股东对企业管理层的控制。但无论如何,交叉持股使得日本的上市公司在资产重估过程中发挥了巨大作用。资产重估发端于上世纪80年代后期,当时日本由于多方面的因素导致了货币过量供应,期间还伴随着日元升值,流动性泛滥促使国内资产价格迅速膨胀。流动性催生了日本股市泡沫,而交叉持股概念又助推了股市走向泡沫性牛市的巅峰。

2、泡沫的破灭

由于日本上市企业大量交叉持股,使得实体经济资产价格膨胀最终传导至资本市场,形成了大量的泡沫。交叉持股使得相关企业在牛市中涨幅巨大,三菱重工和新日铁在1987-1989年的三年大牛市中,远远跑赢了日经指数。

然而,因交叉持股泡沫膨胀式上涨不是以价值为驱动的,并且相互之间形成了环环相扣的链条关系,在上涨过程中如果其中有一家企业掉链子,意味着行情可能会形成“多米诺骨牌”式的下跌。同理,泡沫性牛市中交叉持股的互动性上涨总会有个尽头,一旦上涨机制被破坏,可能是流动性匮乏,也可能是企业利润不能支撑其增长,则意味着

即将发生的是群体性下跌,这就是泡沫的破灭。日本从1990年开始进入了长达10年的熊市,其中交叉持股就是罪魁祸首之一,多米诺骨牌式的下跌使得股市陷入了一个悖论,猛烈下跌的结果是带来了更猛烈的下跌,使得股市资产大幅贬值。

三、中国的会计准则对于交叉持股的影响

会计准则对于交叉持股或者参股企业有着非常大的影响,它决定了企业是以何种方式享受股权投资带来的收益。日本的会计准则决定了日本企业只能以分红和出售的形式享有这种投资收益,二级市场的波动不能直接体现在企业盈利中,而且随着会计准则的更改,其限售股份的价值将体现在财务报表中,这就引发了股权投资重估的进程。

1、新会计准则对交叉持股的相关规定

根据新的会计准则《企业会计准则第2号——长期股权投资》,长期股权投资将分为成本法和权益法两种方式计量,在长期股权投资中,对企业有控制权以及不具有共同控制或重大影响,并且在活跃市场中没有报价的股权都将以成本法计量,否则将以权益法计量。根据我们统计的数据来看,这也就意味着相当多的上市公司交叉持股股权将以权益法计量。

根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》,对于交易性金融资产,取得时以成本计量,期末按照公允价值对金融资产进行后续计量,公允价值的变动计入当期损益。按照这一规定,上市公司进行短期股票投资的,将不再采用原来的成本与市价孰低法计量,而将纯粹采用市价法,此举将使上市公司在短期证券投资上的损益浮出水面,也就意味着这些交叉持股公司面临价值重估机遇。

2、新会计准则下最佳股权安排

根据新的会计准则,上市公司对于其股东地位可以做出最有利的安排。对于相对和绝对控股股东来说,股权投资将会是长期的,这部分

股权以成本法计量,控股公司的收益或分红将会合并到企业报表中,这是其分享投资股权的一般方式。而对于少数股东来说,享受企业分红可能并不是最好的方式,最好的方式是把股权投资这项放入交易性金融资产或者可供出售金融资产部分,这样不但可以获得股权投资收益享受股东权益增值和分红(同股同权),而且二级市场的价格变动也能够体现出来,以获取双重收益。

四、沪深上市公司交叉持股的现状

1、交叉持股情况非常普遍,尤以参股金融企业为甚

目前沪深上市公司交叉持股情况非常普遍,不完全统计,沪深上市公司交叉持股为340例,上市公司参股银行361例(上市及非上市),参股保险公司68例(上市及非上市),参股综合类券商270例(上市及非上市),参股经纪类券商8例,参股信托公司68例(上市及非上市),参股基金管理公司20例。

沪深上市公司交叉持股和参股的情况不同于日本,日本企业更多的是集团内部子公司相互持股,并且多是银行持股企业比例较高,而企业持股银行比例较低。中国银行业的股权多在企业手中,其中只有少数金融类企业(如保险)参股银行,而且从其他金融企业的情况来看也是如此,这是由于中国金融行业的监管所导致的。而且还有一个显著特征:中国参股银行的企业持股比例都非常低,大部分不到1%,而且多在0.1%以下,仅有平安持有浦发银行4.52%的股权以及东方集团持有民生银行4.71%的股权比例比较高,这点和日本企业动辄持有银行4%、5%的股权不同。虽然如此,因为这些企业的股本本身也比较小,因此这些股权已经能够对上市公司产生巨大的影响。

相对于银行来说,企业对证券、保险企业的参股比例要高得多。虽然大部分证券公司和保险公司并未上市,这部分股权在活跃市场中没有报价,将以成本法计量,但这些金融企业处于高速成长期,因此参股这些金融企业的上市公司能获得较高的资本增值,其投资收益率体现在财务指标上就是净资产回报率。

而一旦股权转让或投资标的实现上市,这部分股权计入投资收益的话将会大大提高其每股收益。同理,投资于其它优秀企业的上市公司也是这种情况。

2、大量参股金融企业使泡沫化更严重

中国现行的会计准则以及上市公司交叉持股特征,使得股权投资比日本更加泡沫化。金融类企业是资产重估的根源,也是泡沫产生的根源,而沪深上市公司持有大量的这类股权,因此这种泡沫反映在证券市场上就是参股金融企业的股价大幅攀升,而且相当多的这类企业基本面都比较差,仅凭金融股权就乌鸡变凤凰。可以预见到中国证券市场上就是参股金融企业的上市公司也将会出现这种情况。

五、如何选择交叉持股公司

对于交叉持股公司的选择,我们看好四类投资标的:

- 第一类: 关注本币升值背景下持有金融公司的股权,比如持有储蓄金融、券商和保险股权的上市公司。
- 第二类: 持有具有资源重估机会的公司股权的上市公司,比如稀有金属、石油、煤炭等等,这类公司具有比较强的议价能力,所以其股权可能在资产市场中具有较大升值空间。
- 第三类: 持有优质公司股权的上市公司。
- 第四类: 持有即将上市公司股权的上市公司。

在选择这些公司的时候,最重要的是看上市公司的会计政策里会计科目是如何处理的。总的原则可以用一句话来概况,即“控股股权成本法计量,参股股权公允价值计量”,这样既可以保证控股股权获得长期资本增值和企业分红,也可以保证参股企业享受企业分红和二级市场价格上涨的双重收益。

当然,不能脱离企业的基本面单独看股权投资,在选择投资标的的时候还是要在主题背景下筛选基本面较好的企业。

(执笔: 张凡、周金涛)

■ 信息评述

央行勾勒利率市场化路线图

中国人民银行货币政策司副司长王煜在中国金融市场发展与前景高级研讨会书面发言中透露,我国将以Shibor(上海银行间同业拆放利率)为核心,进一步推进利率市场化。

海通证券:

1996年以来,我国利率市场化改革经历了四个重要阶段,分别是:放开银行间同业拆借利率;放开债券市场利率;实现了贷款利率管下限,存款利率管上限的阶段性利率市场化改革目标;推动货币市场基准利率建设,培育Shibor。存贷款利率定价与Shibor挂钩,为最终实现从数量调控转向价格调控奠定基础。

证券市场资信评级办法出台

中国证监会日前就《证券市场资信评级业务管理暂行办法》向社会公开征求意见。征求意见稿对资信评级机构的资格、评级对象、评级规范作出了规定,尤其是规定了如何避免资信评级中的利害关系。

申银万国:

《办法》出台的背景包括以下几个方面:第一,从国际经验来看,债券市场是资本市场的重要组成部分之一,债券市场交易量远大于股票市场,而目前我国的债券市场发展还很不成熟。为了进一步完善我国资本市场建设,建立多层次资本市场,建立一个良好的债券市场是必然选择。第二,随着外汇储备持续增加和居民储蓄分流,流动性过剩已经成为一个越来越严重的问题,建立债券市场也是解决这个的重要途径。第三,债券市场建设有助于增加居民以及机构投资者的投资标的,增强投资的抗风险能力,保护金融体系的安全运转。

我们认为,资信评级办法的出台使我国向建立完善的债券市场和多层次资本市场又迈出了第一步,日后相关措施出台可能进一步加快。

国际清算银行警告警惕经济风险

国际清算银行(BIS)24日发布第77份年报,在对全球经济当前的良好增长势头表示肯定的同时,也对世界经济未来可能面临的风险提出警告,其中首要的一条就是:油价可能再度飙升。

申银万国:

国际清算银行的报告指出了目前全球市场所面临的机遇和问题。我们认为,就目前而言,尽管经济形势增长势头良好,但是已经积累了越来越多的风险,这些风险最主要依然是通货膨胀以及由此带来的一系列经济问题。在经历了前几年的通货紧缩之后,各国央行纷纷降低利率,实行宽松货币政策,由此导致了流动性大量积累,这为通货膨胀提供了良好的条件。与此同时,由于全球经济增长强劲,对大宗商品的需求非常强劲,而部分大宗商品供给的扩张能力有限,并且严重受制于地缘政治不可测因素的影响。因此,尽管去年大宗商品已经历过大涨,今年价格依然有大幅上涨的可能。

就我国的情况而言,近年来经济增长处于景气扩张阶段,连续两年GDP增长超过10%,工业增加值和企业利润也同时出现大幅上涨。不过也存在以下问题:第一、今年以来的CPI走势说明,一个温和通货膨胀的时代已经来临;第二、全球主要经济体都纷纷加息,在这种背景下,央行的紧缩政策在所难免。可以认为,我国的经济增长和企业利润增长势头都将受到通货膨胀的制约。

■ 行业评析

我国对现行能源法作较大修改

十届全国人大常委会第二十八次会议首次审议了节约能源法修订草案,草案对现行能源法进行了较大修改,扩大调整范围、健全节能标准体系和监管制度、加大政策激励力度、明确节能管理和监督主体并强化法律责任。

国泰君安:

节约能源法自1998年1月1日施行以来,对于推进全社会节约能源、保护环境、促进经济社会可持续发展发挥了重要作用。近年来,中国能源消费增长很快,能源消耗强度高、利用率低的问题比较严重,经济发展与能源资源及环境的矛盾日趋尖锐,现行节约能源法已经不能完全适应当前及今后节能工作的要求,需要修订。草案还体现了市场调节与政府管理的有机结合,一方面注重发挥市场经济手段和市场经济规律在节能管理中的作用,对运用财税、价格、信贷、政府采购等政策鼓励和引导节能做了规定;另一方面,草案还规定了一些强制性的节能管理措施,比如生产高耗能产品必须符合单位能耗限额标准等。

在节约能源法修订草案确定以后,我们认为,《能源法》下一步要讨论的焦点是能源管理体制问题。我国能源管理主体分散,政监(政策制定与市场监管)关系有待改进。美国电力监管援助计划项目主任马德威认为,中国的特殊情况在于能源管理机构不完善,责任分工不明确,权力难以集中,因此需要创建一个独立的能源管理机构。一段时间以来,成立能源部的呼声高起。国际上,能源管理主体的设置一般有几种模式,有统一、专门的能源主管部门,有综合性产业(包括能源)主管部门,还有跨部门的能源协调机构和分散管理模式,政监关系上则有完全分离、适度分离和政监合一等方式。效果良好的能源管理机构应具备两个基本要求,一是对这个机构的授权应避免包含其内部的利益冲突;另一个要求是保证监管机构的独立性,使其能够独立选择措施和具有强大的执行能力。比如,美国独立于能源部(DOE)的联邦能源监管委员会就是个好的范例。预计未来的《能源法》在能源管理主体制度应该构建统一的能源管理部门和制度。在主体上,应包括协调、主管、协管和监管主体,管理上包括投资、产业政策、财税、储备与应急、标准、统计、审计等制度,从而在根本上改变目前的管理和监管现状。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007年6月26日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E 净利同比(%)	2006年 2年复合增长率(%)	2006年 PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600837	都市股份	4	6-12	1376.31	332.01	0.317	1.102	47.966	15.716	1.592	33.222	10.301
600219	南山铝业	5	6-13	659.10	217.66	0.846	0.992	23.286	8.306	1.309	17.654	5.726
000831	美铝股份	7	6-15	672.45	167.89	0.711	0.878	18.075	4.281	1.263	12.563	3.209
000815	美利纸业	7	6-8	193.77	131.11	0.538	0.517	31.364	2.625	0.972	16.703	2.239
600547	山东黄金	6	6-22	156.86	112.38	0.814	1.724	43.248	14.239	2.96	25.185	11.571
600522	中天科技	12	6-21	200.84	107.16	0.854	0.376	34.991	4.365	0.532	24.765	3.65
600067	冠城大通	8	6-12	98.49	102.21	0.819	0.508	42.661	11.536	1.078	20.088	7.304
600586	金晶科技	7	6-21	141.42	100.17	0.68	0.467	40.292	5.305	0.78	24.132	4.332
600104	上海汽车	33	6-22	231.98	94.54	0.872	0.701	26.352	3.206	0.802	23.039	2.805
000755	山西三维	21	6-19	153.15	89.71	0.875	0.854	31.306	5.001	1.218	21.96	4.435
000612	焦作万方	12	6-15	174.17	86.51	0.594	1.555	19.282	8.936	1.964	15.265	6.44
000401	冀东水泥	18	6-11	98.24	79.28	0.872	0.371	38.682	5.51	0.59	24.311	4.931
600087	南京水泥	12	6-18	130.21	78.61	0.529	0.404	36.795	4.148	0.685	21.689	3.629
600030	中信证券	23	6-21	155.63	78.01	0.891	2.208	26.382	9.228	2.389	24.382	7.107
000807	云铝股份	3	6-4	134.07	70.39	0.646	0.838	20.025	9.179	1.041	16.125	10.808
002067	景兴纸业	9	6-12	75.64	65.31	0.856	0.301	36.263	4.544	0.46	23.676	4.156
600282	南钢股份	5	6-5	102.09	62.69	0.601	0.841	20.021	3.597	1.101	15.287	3.18
000878	云南铜业	13	6-6	81.52	61.05	0.571	1.692	21.787	5.029	2.484	14.841	3.66

说明:

- “最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行筛选。同时我们已剔除了因股利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。
- 成长性品种弹性较大,在

牛市时往往涨幅远超大盘(本模板2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3) 在利用该模板进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上来并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据库系统(CONSENSUS DATA)和上

市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)