

# 稳定市场同时将下拉估值水平

## ——香港红筹股回归对A股市场的影响分析

◎联合证券策略小组

### 一、香港红筹股回归,一场横跨两地的资本盛宴

香港红筹公司经过16年的发展,在背靠我国强劲经济增长背景下占尽先机,已经发展出不少资产规模上千亿的大型企业。同时,内地资本市场投资需求依然旺盛,红筹股回归A股的破题将是一场横跨香港和内地资本市场的一场盛宴。建设银行、中石油8月23日在港中期业绩发布会上分别称A股发行正待监管部门审批,这场资本盛宴即将在9月份开幕。

### 1、红筹公司从“窗口公司”到国际资本市场上长袖善舞,红筹影响力已经不同往日

红筹公司借助香港资本市场走向国际融资平台,有其历史原因。进入上世纪九十年代,A股市场正遭遇“规模控制”的制约,A股市场不能满足融资需求,“窗口公司”背景的红筹公司最终只能绕道香港市场上市。获得内地行政性资产注入后,轻易就能得到国际融资。统计数据表明,1992-1999年,红筹公司通过首发及增发配股筹集海外资金超过了135亿美元。1993-1994年和1996-1997年是红筹公司两个黄金发展期,不少红筹公司最后发展成为内地企业最早的国际融资平台,如当时的康力投资(0031.HK)被收购后成为航天工业总公司的香港融资平台——航天科技(0031.HK),友联世界(0270.HK)被窗口公司粤海投资收购成为广东省的融资平台——粤海投资(0270.HK)等。经过16年的国际资本市场历练,红筹公司在国际资本运作上早已长袖善舞。

红筹公司大多业务都在内地,在获得国际融资后,国内经济的强劲增长使不少红筹公司获得了双重先机,并发展出不少资产规模上千亿港元的大型行业龙头公司。如总市值1.7亿港元的中国移动,总市值接近4000亿港元的中国海洋石油,1700亿港元的中国联通等。

### 2、红筹公司面临第三次黄金发展期,红筹回归让内地投资者充分分享经济增长的硕果

目前中央企业改革已经全面铺开,国资委在批核了各大央企主业范围后要求中央企业收缩副业,重点突出主业,并通过资本市场进行收购、兼并,以求“做强、做大”。红筹公司的地方国资委和各大企业集团“窗口”背景,以及控股股东利用红筹公司的国际资本优势,将在本次央企改制中发挥重要作用。

另外,我国金融环境已经发生了本质变化,资本市场经过股权分置改革、制度完善和金融创新,市场稳定并走向双向扩容的良性阶段。沪深两市自2006年6月恢复融资融券以来,共发行新股516.496亿股,募集资金人民币3183.38亿元,

而参与新股抽签的一级市场资金规模最高达到了2万亿元。A股市场环境的变化,内地投资者投资需求的膨胀为红筹股回归A股市场创造了必要条件。而红筹股中大蓝筹的回归,不仅能满足内地投资者的需求,而且也将改善A股市场结构、估值水平,对市场的稳定应起到一定作用。

### 二、红筹公司中具有代表性的大蓝筹有望率先回归

1、红筹公司目前总市值3.9万亿,静态PE为23倍

目前香港红筹公司共91家,发行总股本为3220.6095亿股,市值约3.9万亿港元,而沪深市场A+B股总市值已经达到20万亿人民币;从估值水平看,7月30日有32只样本的红筹指数采用整体法计算的PE水平为22.85倍,同期国企指数为23.36倍、沪深300为39.11倍、上证综指为36.99倍、中小企业板为57.23倍。香港红筹总市值是沪深市场总市值的20%,香港红筹指数相比沪深300指数PE估值折价接近40%。

### 2、首批回归的大蓝筹,经营稳定价格稳定并且市值覆盖率高

我们认为,在香港红筹股中,主业清晰并在同行业中占一定地位、在我国国民经济中起一定作用的大蓝筹公司必将率先回归。《境外中资控股上市公司在境内首次公开发行股票试点办法(草案)》征求意见稿作为一个具体的操作细则已经下发,从其初定的高门槛设计看,是符合我们上述思路的。

### 《试点办法》中初步确定的回归条件为:

在香港证交所上市交易1年以上;市值不低于200亿港元;最近三个会计年度累计净利润不低于20亿港元;50%以上的经营性资产在境内,或者50%以上的利润来源于境内业务。我们认为,把“回归”股的条件放在1-2年以上时间考虑,譬如“经营性资产或者利润50%来源于境内”将来有可能放宽,把上述条件进行简化,假设在如下条件下对红筹回归进行筛选:

1)在港上市交易1年以上;

2)市值不低于200亿港元;

3)最近三个会计年度累计净利润不低于20亿港元;

经过筛选,共有16家公司符合条件。16家公司总市值约港元3.35万亿,占红筹总市值的77%左右,覆盖了红筹股的大部分市值。而且这些公司中不乏行业中的佼佼者,如中国移动、中国海洋石油、联想集团等大型国企,经营状况一直保持稳定,股价水平也相对比较稳定,我们认为这14家公司在红筹公司中是具有代表性的(见表1)。

### 三、红筹股回归将增加A股市场的稳定性,并驱使估值水平向合理区间回归

1、沪深300指数行业权重分布将更为平衡,指数稳定性提高

随着14家总市值为3万亿港元红筹公司的回归,不仅为沪深市场投资者提供了更多的蓝筹投资选择,而且在沪深市场“快速进入指数”制度下,红筹股回归将对沪深300等指数产生影响,通过快速进入而改变各行业在指数中的权重。在目前沪深300指数的行业权重中,金融行业占了44.75%的权重,使得金融股的波动将在很大程度上带动沪深300指数的波动。某单一行业的权重过大令指数随某行业周期波动,从而影响了指数的稳定性。随着中移动(0941.HK)、中国海洋石油(0883.HK)、招商局国际(0144.HK)、联想集团(0992.HK)等一批经营情况稳定的公司加盟,在指数行业分布上将更趋平衡。在符合

条件的14家红筹公司回归后,原来“一行独大”的金融行业,从占总市值的44.75%将降低到39%以下,制造业占比也从20.73%下降到17%以下。而同时信息技术业由于中移动的回归,从原来的2%权重提高到了11%以上,整个沪深300指数的行业权重分布更为平衡,指数的稳定性也大大提高。我们还相信,随着H股的同步回归,指数的稳定性会更为明显(见表2)。

### 2、红筹股回归定价,将对同行业公司估值水平产生下拉效应

我们以7月12日收盘价对可能回归的红筹股公司的估值水平和

A股市场同行业公司进行比较,很明显,香港市场的估值水平明显低于A股市场同行业公司。如A股中中国联通2006年静态PE比香港准备回归的两个红筹股分别高了24%和200%,中国石化比中国海洋石油高了79%(见表3),同样情况也发生在H股中。如果红筹股回归价格参考H股回归定价原则,香港市价折让10%计算,红筹回归的发行定价将与目前A股市场同行业高估值公司现价产生明显的差距,从而可能造成这些公司的估值水平下降到两者之间的一个平衡位置。

(执笔:杨伟聪)

表2、沪深300在红筹、H股回归前后各行业权重变化

板块名称	行业市值占比(%) / 行业总市值(亿元)			
	回归前	红筹回归后	H股回归后	红筹+H股回归后
农林牧渔业	0.33	0.27	0.25	0.22
采掘业	574.43	574.43	574.43	574
制造业	11.43	11.51	21.95	20.67
电煤及水生产	20122.17	24112.73	50183.50	54174
建筑业	20.73	17.41	15.96	13.92
交通运输业	36477.82	36477.82	36477.82	36478
信息技术业	5.25	4.76	4.04	3.81
批发零售业	9237.27	9976.69	9237.27	9977
房地产业	0.60	0.50	0.46	0.40
社会服务业	1051.58	1051.58	1051.58	1052
传播文化产业	6.91	6.63	7.09	6.84
综合类	12167.42	13891.81	16217.90	17942
合计	2.00	11.86	3.24	10.96
金融保险业	3520.99	24846.82	7405.75	28732
房地产业	1.69	1.42	1.30	1.13
批发零售业	2966.30	2966.30	2966.30	2966
金融保险业	44.75	38.78	40.48	36.25
房地产业	78763.68	81247.33	92551.06	95035
房地产业	3.55	3.42	3.10	3.05
社会服务业	6245.76	7169.16	7083.57	8007
传播文化产业	1.33	1.11	1.02	0.89
综合类	2335.79	2335.79	2335.79	2336
综合类	0.26	0.22	0.20	0.17
传播文化产业	454.48	454.48	454.48	454
综合类	1.18	2.10	0.91	1.68
综合类	2084.60	4405.70	2084.60	4406
合计	100.00	100.00	100.00	100.00
合计	176002.30	209510.64	228624.06	262132.40

表3、回归红筹与A股同行业公司估值比较

公司代码	公司名称	市值(亿港元)	市盈率(倍)	市净率(倍)
0941.HK	中国移动	17781.34	27.14	5.64
0906.HK	中国网通	1436.54	11.21	1.96
600050.SH	中国联通	1269.07	33.67	2.44
<b>A股电信行业</b>				
0883.HK	中国海洋石油	3990.56	12.77	3.75
600028.SH	中国石化	9666.89	22.88	4.55
<b>A股石油及天然气行业</b>				
0688.HK	中国海外发展	923.40	37.13	5.98
1109.HK	华润置地	477.46	46.23	3.68
000002.SZ	深万科	1420.06	64.68	9.36
<b>A股房地产行业</b>				
0144.HK	招商局国际	974.43	37.38	4.56
1199.HK	中远太平洋	465.80	20.42	2.75
<b>A股水上运输行业</b>				
0992.HK	联想集团	401.09	30.87	4.53
<b>A股资讯科技器材行业</b>				
		543.76	49.68	4.46

# 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:8月1日至8月27日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2007E 净利润同比(%)	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
000831	关铝股份	5	8-21	601.98	224.33	0.859	0.902	26.294	6.724	1.387	17.111	4.954
600150	中国船舶	14	8-20	571.03	219.54	0.836	3.469	54.904	27.94	5.21	36.56	17.188
002064	华峰氨纶	6	8-3	588.45	198.83	0.822	2.216	24.189	8.962	2.875	18.65	6.7
000800	一汽轿车	4	8-17	418.74	156.93	0.578	0.534	34.428	5.359	0.633	29.042	4.902
000836	鑫茂科技	4	8-8	112.33	125.22	0.732	0.314	59.332	8.575	0.691	26.977	6.588
000042	深长城	6	8-14	286.89	123.75	0.856	1.231	28.181	4.254	1.597	21.723	3.911
000602	金马集团	5	8-21	55.34	83.34	0.838	0.589	39.57	9.198	1.169	19.93	6.375
600432	吉恩镍业	4	8-24	168.47	81.79	0.798	2.57	28.366	11.437	3.103	23.491	8.318
600282	南钢股份	8	8-16	133.99	77.44	0.556	0.994	17.672	4.119	1.31	13.412	3.562
600087	南京水运	15	8-14	55.93	60.12	0.846	0.432	39.293	5.171	0.701	24.225	4.499
000825	太钢不锈	22	8-23	104.62	54.68	0.691	1.443	18.295	5.287	1.704	15.494	4.253
000717	韶钢松山	11	8-15	103.27	53.99	0.667	0.658	16.546	2.457	0.734	14.828	2.164
600005	武钢股份	36	8-10	72.56	52.62	0.636	0.865	18.669	5.239	1.17	13.796	4.571
600470	六国化工	5	8-10	33.74	48.32	0.889	0.349	32.063	2.699	0.575	19.493	2.499
600423	柳化股份	11	8-19	21.41	45.10	0.84	0.661	31.729	3.549	1.142	18.357	2.964
000006	深振业A	6	8-16	39.14	44.55	0.809	1.188	26.616	5.577	1.783	17.74	4.683
600022	济南钢铁	5	8-20	56.85	39.28	0.761	1.041	17.493	5.003	1.214	15.002	4.281
000709	唐钢股份	3	8-9	55.57	38.17	0.81	0.979	19.336	4.355	1.201	15.762	3.891

说明: 1)“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微利、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。

2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版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)在利用该模版进行筛选时,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。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统

(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)

### 信息评述

#### 我国拟用经济手段缓解资源瓶颈

26日提请十届全国人大常委会第二十九次会议进行首次审议的循环经济法案中,规定了一系列经济手段,以激励循环经济发展,缓解资源瓶颈。

#### 国泰君安:

在中国经济快速发展的同时,资源限制越来越成为中国继续前进的瓶颈制约。我国将把发展循环经济作为政府投资的重点领域,加大对循环经济发展的资金支持。对一些重大项目进行直接投资或资金补助、贷款贴息支持,引导各类金融机构对有利于促进循环经济发展的重点项目给予贷款支持。国家循环经济试点工作日前已经正式启动,在国家发展改革委、国家环保总局等六部委联合下发的通知中,钢铁、有色金属、煤炭、电力、化工、建材和轻工七大重点行业率先进入第一批试点。有关专家指出,上述七大重点行业的共性为高消耗、高排放、污染严重。如何采取措施,以尽可能少的资源消耗和尽可能小的环境代价,取得最大的经济产出和最小的废物排放,正是这些重点行业的企业在寻求更大发展之际需要重点关注的。

#### 2000亿元特别国债直接向市场发行

有消息人士称,自9月份起可能将有2000亿元规模的特别国债向市场发行。

#### 联合证券:

2000亿人民币特别国债直接向市场发行意味着将无法成为央行公开市场操作的替代工具,年内即将到期的3950亿人民币央行票据也无法成为特别国债发行的对冲,而是财政部直接向商业银行吸收过剩的人民币流动性。那么,这2000亿人民币财政部如何运用?是否运用这部分人民币向央行购汇,以吸收央行过多的外汇储备,再将这部分外汇注入国家外汇投资公司,以提高储备运营的绩效?实际上,无论是财政部直接向商业银行发行特别国债,还是通过第三方置换增加央行的国债持有量,都不意味着本币温和升值所需要支付的政策成本有任何缩减。而且直接向市场发行,财政还必须负担特别国债发行带来的人民币利率风险,以及向央行置换外汇的汇率风险。但是直接向市场发行的确可能更有力的缓解国内流动性泛滥的问题,对市场而言影响将更大。

#### 上市公司净利增长逾七成

截至昨日,两市已有1304家上市公司半年报亮相,占上市公司总数的94.2%。统计显示,今年上半年在景气行业带动下,这些已公布业绩公司通过主营业务的增长及投资收益迅速扩大,实现净利润同比增长78.16%。

#### 申银万国:

从目前数据来看,今年中期上市公司业绩增幅超过七成已成定局,7月以来较强的一轮行情显然与中报优良的业绩有关。然而,值得注意的是,上半年如此高的利润增长短期也许难以持续,主要原因有,一上市公司净利润大幅增长的同时,主营业务收入并没有出现大幅增加,部分利润较高增长主要来自定向增发、资产注入等制度红利;二2006年上市公司业绩增长呈现出的一定翘尾特征以及2007年上半年较高的业绩增长,均可能导致下半年业绩增幅适度回落,尽管2007年全年利润增长依然会较高。此外,从市场环境角度看,投资者还应该特别关注后续市场资金面的变化,我们总体判断后续市场资金面会适度趋紧。导致资金趋紧的因素有基准利率逐步提高,特别国债发行、央行回笼货币力度继续加强、预期改变可能致使储蓄分流速度减缓、QDII范围拓宽、个人直接对外投资等。

#### 今年1至7月场外资产大量注入股市

据统计,今年1-7月,已发生资产注入的上市公司共65家,注资规模为669.71亿元,较去年同期382.79亿元增长74.95%。

#### 海通证券:

场外资产大规模地、快速注入股市,是今年股市与前几年股市最大的不同之处。我们认为,2007年至2008年是中国优质资产向股市注入的高峰期,目前的注资过程只进行了三分之一的时间。可以说,中国各行业的优质资产正在源源不断地向股市集中,一批优质上市公司也在这过程中出现。股市的长期牛市既缘于上市公司业绩的快速增长,也很大程度上得益于注资等重要的外延式增长方式。

### 行业评析

#### 节能发电调度改革试点将于近期启动

国务院办公厅近日批转了发改委、环保总局、电监会、能源办《节能发电调度办法(试行)》。该办法将首先在部分省开展试点,取得经验后尽快在全国推广。

#### 天相投顾:

我国现行发电调度是按照发电机组大致平均分配发电小时数的办法进行,这种做法在一定时期内调动了各地、各企业投资火电项目建设的积极性,促进了电力工业快速发展,但也导致了高效环保的大火电机组发电能力无法充分发挥,高污染、高能耗的小火电机组却能多发电的情况。节能发电调度办法的实施是对我国现行发电调度制度的重大改革,这项制度的实施意味着高耗能高污染的发电机组能够获得的发电小时数将越来越少,客观上有利于低效小火电机组加快关停,优化电力工业结构和布局。我们建议重点关注水电公司长江电力、桂冠电力,涉足可再生能源的金山股份、宝新能源,以及火电公司中机组容量大、煤耗低、性能优良的华能国际、国投电力、国电电力等。