

光荣与梦想

中国股市“黄金十年”再展望

东方证券宏观策略研究团队 编著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

光荣与梦想:中国股市“黄金十年”再展望/东方证券宏观策略研究团队编著. —上海:上海财经大学出版社, 2008. 6

ISBN 978-7-5642-0245-3/F · 0245

I. 光… II. 东… III. 股票-资本市场-研究-中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 075645 号

☐ 责任编辑 张惠俊

☐ 封面设计 傅惟本

GUANGRONG YU MENGXIANG

光 荣 与 梦 想

——中国股市“黄金十年”再展望

东方证券宏观策略研究团队 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 19.5 印张(插页:1) 438 千字

印数:0 001—3 000 定价:38.00 元

前言

一、这是一个光荣和梦想的年代

无疑,这是一个光荣的年代!10年前,无数西方学者还觉得中国将不可避免地崩溃;而当时光进入21世纪之后,中国用和平崛起震撼了全世界,13亿中国人创造了一个经济发展的奇迹,走上了伟大的民族复兴之路。这样的光荣同样属于中国的资本市场。以2005年股权分置改革为标志性事件,中国资本市场终于摆脱了制度桎梏,发生了翻天覆地的变化,短短两年左右时间,从一个几乎可以忽略不计的市场,成为全球最大并对全世界资本市场有着影响力的新兴市场。

这也是一个梦想的年代!中国资本市场的发展开始展示梦幻色彩。中国工商银行超越了花旗、中石油超越了埃克森美孚,在全球前十大市值公司中,中国企业占据了半壁以上江山。号称从区区八千元炒到四个亿的“股神”成为了老百姓的偶像,而电台、报纸对各类“股神”传奇故事的报道更增加了老百姓追逐财富的欲望。几年前“远离毒品、远离股市”的声音犹在耳边,今天我们看到无数的机关干部、办公室白领、教师医生、打工仔奋不顾身地跳入炒股洪流。

但正当全国人民为资本市场的灿烂前景而欢欣鼓舞的时候,正当投资者沉溺于股市财富效应带来的快感不可自拔的时候,市场告诉了大家一个最简单的真理:没有只涨不跌的市场。从2007年10月16日市场到达6124.04点以来,市场出现了50%的深幅调整。

当前这个时候,投资者的心态普遍比较矛盾:一方面觉得牛市应该还没有结束,“黄金十年”似乎只是刚刚开始;但另一方面又觉得市场充满不确定性,找好股票很困难。我们之所以撰写《光荣与梦想》这本书,就是希望把我们对中国资本市场的理解和大家交流,通过全景式的展望和大家一起梳理中国资本市场未来的发展脉络,既帮助大家树立信心,也帮助大家在浮躁中保持一份清醒。

二、中国资本市场正从“制度折价”走向“成长溢价”

2006年年底,“黄金十年”这一概念一经我们提出,立即成为市场和财经媒体最为流行的用语之一。支持我们提出“黄金十年”的是我们坚信中国资本市场正从“制度折价”走向“成长溢价”。

不同市场的估值水平是不一样的。成熟市场,其市盈率普遍相对较高;而新兴市场的市盈率普遍较低(近年来,由于对新兴市场的看法发生改观,新兴市场的估值在不断提升)。这里有一个重要原因,对于投资者而言,不同市场的风险程度是不一样的,其所要求的风险溢价就相应有所不同。根据最简单的估值模型: $P=D/(r-g)$ (其中 D 为企业红利; r 为投资者的期望收益率, r =无风险利率+风险溢价, g 为企业盈利的增长率),风险溢价越高,投资者的期望收益率越高,股票的估值水平越低。

新兴市场估值水平低,很大程度上源于其制度折价。对于投资者而言,投资新兴市场除了面临政治风险和汇率风险之外,还面临市场制度不健全所带来的不确定性。这些不确定性包括:上市公司治理结构的质量,会计制度是否和国际通行会计准则一致,信息披露是否全面、及时、准确,少数股东的权益是否得到有效保护,对内幕交易和股价操纵的监管是否有力,等等。而这些问题恰恰是新兴市场的通病。正因为如此,从全球投资者的视角来看,给予新兴市场较高的风险溢价是合理的,这就不难理解为什么新兴市场的市盈率普遍偏低。

成熟证券市场在经过上百年的发展之后,上述问题在不断得到解决。投资者对证券市场的信心不断提高,其所要求的风险溢价也就不断下降。以美国股市为例,其风险溢价的历史平均水平为 5.4%,但当前股市的风险溢价水平已经下降到 2%~3%,其对应的市盈率水平也从 15 倍左右提高到 20 倍左右。

中国证券市场正处于一个逐步消除制度折价因素的过程之中。近年来,政府不断强化监管力度,顺利完成股权分置改革,实施了证券公司和上市公司综合治理,试点推出股权激励,这些都是消除证券市场制度缺陷的关键举措。随着这些政策的逐步实施,证券市场被投资人所诟病的制度缺陷将得到有效修复,证券市场良性循环的制度环境正在逐步形成,投资人对于证券市场的信心将会得到显著提高,证券市场的估值水平得到稳步提高。

中国的资本市场已从制度折价转向成长溢价。中国宏观经济在高速增长的同时,其稳定性也在不断提高。回顾近 30 年的改革开放历程,可以发现 GDP 增长速度的波动性显著降低,中国经济从“一放就乱、一收就死”的增长阶段进入到一个高增长、低波动的黄金阶段。在这样的背景下,如果证券市场能够让真正代表中国经济发展的蓝筹企业、高成长企业上市,证券市场的前景无疑是非常光明的。按照上面最简单的估值公式, g (企业盈利增长速度)越高,分母越小,股票的估值水平就越高。展望未来中国证券市场的发展,我们坚信成长溢价将一直存在,我们没有理由悲观。

三、关于本书的结构和主要内容

本书分为五章,主要内容如下:

第一章:关于本轮牛市的推动力

在本章中,我们将回顾本轮牛市的推动力,回顾是为了展望未来。

企业盈利增长无疑是最主要的推动因素。根据我们宏观研究团队的成果,这些年上

市公司的 ROE 快速上升,说明这种增长主要是内涵式的增长。ROE 的上升背后是全要素生产率(TFP)的上升。中国改革开放以来,TFP 的上升发生过 3 次:第一次是 20 世纪 80 年代初期,原因是改革开放;第二次是 90 年代初期,原因是“小平南巡讲话”;第三次是这次,始于 21 世纪之初,且持续时间长,上升显著。这次的 TFP 上升有其背后的逻辑:(1)90 年代末大规模的国退民进,特别是在竞争性领域。浙江这些年的发展一直走在全国前列,很重要的一个原因就是浙江的国有经济比重是最低的。(2)中国加入了 WTO,对外开放促进了对内改革,促进了竞争,提升了效率。(3)中国在 R&D 投入上的快速提升,这些年都保持在 20%左右,全世界增长最快,中国产业开始走出低水平的重复建设,竞争力不断向高端产业演化。(4)中国在人力资本上的投入大幅度增加,特别是高校扩招后,每年录取 400 万~500 万的大学生,为中国培养了一大批优质而廉价的劳动力。还有一个现象是中国 MBA 教育的大爆炸,为中国输送了一大批合格的企业家和职业经理人。所有这些因素加总起来,促使了中国这次长时间的 TFP 的提升。

我们也注意到另外一个有意思的现象,中国的 TFP 的提升发生在 21 世纪之初,但上市公司业绩大规模增长发生在 2005 年,甚至是 2006 年才开始。当中有一段明显的时滞。怎样解释这个现象?我想有两个原因:第一,2005 年之前,中国的上市公司不具有代表性,好公司基本上都在资本市场之外,或者在境外上市了。第二,我们的宏观研究团队通过数据分析发现,2005 年之前,上市公司存在明显的向外转移利润或者隐藏利润的行为,而我们的许多行业研究员也证明了这一点;而在股权分置改革之后,我们的上市公司开始释放利润,或者大股东向上市公司注入优质资产。这就是制度变革带来的变化。

流动性过剩是这轮牛市的重要原因之一。我们的看法是:第一,流动性过剩不是问题。一个国家和一个家庭一样,钱多了并不是问题,但怎样花好钱才是问题。第二,流动性过剩不仅仅是中国的事情,而且是全球经济结构发生变化的结果。这些年,全球经济增长源从发达国家向发展中国家转移,新增收入向发展中国家转移,而发展中国家消费率由于受文化、体制等因素的影响,比发达国家低很多,因此全球的储蓄率不断上升,也就造成了全球的流动性过剩。全球资金供给大于资金需求的结果是:全球低利率、全球资产价格泡沫。这就好比两个家庭,如果收入向大手大脚花钱的家庭集中,积蓄下来的财富一定不多;但向勤俭节约的家庭集中,积蓄下来的财富一定多。全球流动性过剩就是这个道理,单单靠中国是解决不了问题的。

货币政策在这轮资产价格泡沫化过程中功不可没,甚至起到推波助澜的作用。我们的 GDP 增长率 10%,但我们的利率这么低,全世界罕见。为什么利率这么低,有两个原因:(1)银行改革的需要。国家需要给银行创造一个高利差的环境,有助于改善银行的盈利质量和消化不良资产。(2)政策试错。2005 年汇改以后,政府曾经实施了“3%利差憋死炒家”的政策,认为人民币每年的升值预期是 3%,同时人民币保持和美元 3%的利差,使得游资套利无利可图。但事实上,这个政策被证明是失败的,因为游资进来后不会简单存银行或买债券,它们一定会变换成资产,而中国的低利率为资产价格膨胀提供了最有利的条件。2007 年,政府终于彻底放弃了这个政策,但泡沫已然形成,不管是房地产还是

股票。

最后,牛市的形成还有很多社会因素,如全社会自信心的膨胀、媒体宣传的扩大效应、社会价值观的变化等等。

第二章:牛市的基石依然扎实

我们在第一章讲了牛市推动力,而未来市场运行大趋势的变化关键是看未来5~10年这些因素是否依旧存在。我们的答案是明确的,这些因素未来5~10年都不会消失。

首先看宏观经济。从供给面来看:丰富的劳动力供给、充沛的资本积累、技术进步这些因素依然会长时间存在;从需求面来看,城市化、工业化、消费升级远远没有结束。因此经济增长的动力依旧存在。从国际经验来看,我国目前的工业化水平大致和日本20世纪60年代末、韩国80年代初相当,从这两个国家的经验来看,经济还会保持很长一段时间的高增长。

很多人担心中国证券化率已经太高这个问题。我们的观点是:(1)如果以流通市值来衡量,这个比例还很低;(2)在美国、日本这样的经济体,上市公司的数量上万,美国有两万多家,而我们现在仅仅还不到两千。但我国经济的多样性,可上市资源一点不亚于美国;(3)更严重的是,我们的GDP是严重低估的。我们的服务业占GDP比重不到40%,而印度已经达到50%。这是因为我们很多服务业是现金交易,不纳入统计口径的。大家出去逛一逛,这么多的饮食店、洗发店、洗脚店,有多少进入GDP了?所以以低估的GDP来衡量证券化率,自然就显得高了。

股权激励的制度变革效应是值得期待的。股权激励对于中国,其影响力可能不亚于股权分置改革。中国目前有优秀的职业经理人,各种资源大部分还是集中在国有企业手中,但国有体制决定了其低效率。股权激励应该有助于解决这一问题。

流动性过剩问题很长时间内不会解决。最近央行不断加息,央行宣布今年要采取紧缩性的货币政策,会不会影响流动性?短期内可能会有一定作用,但恐怕不能根治这个问题,因为流动性过剩是全球经济结构的问题,单纯依靠中国是解决不了的。更重要的是,不管货币政策,还是财政政策,一个政策只能解决一个政策目标。对于中国政府来说,有着很多政策目标:充分就业、产业升级、通货平衡(货币购买力稳定)、国际收支平衡等等,这些政策目标是有着轻重缓急之分的。对于中国政府而言,充分就业和产业升级的目标一定大于控制流动性过剩。中国这么多农民人口需要转化为工业人口,如果不能保持一定的经济增长率,一定会出大问题。央行要解决流动性过剩问题也很简单,人民币对美元一次性升值到位就可以,如按照世界银行最新的观点,到1:3.5。但这样做一定会影响就业,一定会影响中国产业竞争力的提升。

当然,我们还是要回到现实:短期、静态来看我们的估值水平,确实过高了。不管和发达国家比,还是和新兴市场的比,都是很高的。即便是日本,现在也只有16倍、17倍了。但如果考虑到我们的高成长性,短期高一点问题不会太大。我们的宏观研究团队对美国的“漂亮50”走势进行了研究。1972年的时候,漂亮50的市盈率是42倍,而标普500的市盈率是19倍。到2001年的时候回头看,漂亮50和标普500的年均复合回报率基本是一

致的。这说明了漂亮 50 的高增长填实了短期估值的泡沫。我们相信,中国也会发生这样的故事。

第三章:牛市演变的可能轨迹

第二章我们论述了中国牛市的基础依旧扎实。那么,牛市可能的演变轨迹会如何呢?

第一种可能性:市场短期不涨或者慢涨,等待盈利跟上,泡沫被盈利填实。根据我们宏观研究团队的测算:如果现在我们的股市不涨了,那么到 2010 年我们的市盈率就会下降到 20 倍以下;如果我们的股市每年涨 10%,那么到 2012 年我们的市盈率也会下降到 20 倍以下。

第二种可能性:股市泡沫继续膨胀,直到难以为继的地步。这种可能性远比第一种可能性大。综观资本市场发展历史,泡沫孳生条件成熟之后,不管发达市场,还是新兴市场,都很难避免泡沫的膨胀。总结历史上几次大的泡沫:美国 1929 年的大崩盘,20 世纪 60 年代的“沸腾岁月”——“Go go years”;80 年代末期日本和中国台湾的泡沫、90 年代末期的互联网泡沫,莫不如此。

泡沫的形成一定有基本要素、放大机制和政策环境:首先,泡沫膨胀一定有基本要素,包括:产业革命和技术创新、宏观经济持续增长、企业盈利高增长、国家的国际地位提升等;其次,泡沫膨胀一定有放大机制,如:财富效应、借贷杠杆、共同基金的兴起、上市公司交叉持股、各类资产价格上涨相互促进等;最后,政策环境一定也是相对宽松的,如:鼓励资本市场繁荣,宽松的金融环境,有利于企业扩张发展的产业政策等。

回头看我们现在的资本市场,我们几乎具备了所有泡沫膨胀的条件!当然,我们现在的情况和历史上任何一次泡沫都不完全相同,是个混合体:我们现在的宏观环境和基金业的发展类似于美国“沸腾的岁月”,而资产价格的全面上涨类似于日本、中国台湾本币升值时期。在各种条件都具备并发酵的条件下,中国股市的泡沫化很难避免。

我们相信,中国政府一定不希望泡沫过度膨胀,最近也在采取一系列控制措施。但政府调控有其困难之处,是受到诸多因素约束的。(1)一个政策只能解决一个问题,实现一个目标。政府手中的政策工具是有限的,但目标是多元的,而且有时候是相互矛盾的。例如,控制流动性和充分就业的目标就会相互矛盾。对于中国政府而言,流动性过剩、资产价格泡沫问题的重要性比不上就业的压力。(2)行政性干预不能改变供求关系,虽然在短时间内会有一定效果,但长时间内靠行政干预来解决供求关系是不现实的。就像“5·30”,短时间暴跌了,但暴跌后迎来更猛烈的上涨。(3)良好的政策意图不一定得到良好的政策效果。“5·30”是个很好的例子,政府本意是好的,当时如果不调控,社会真的可能会“崩掉”,机关、银行、教师、医生都在忙着炒股了,社会运行效率都受到影响。但结果是,老百姓都在骂政府,包括一些所谓的专家学者。政府的干预会越来越受到舆论和民情的压力。

既然泡沫会膨胀,那么泡沫膨胀的边际在哪里?根据我们宏观研究团队的研究,泡沫要破灭,关键指标有两个:第一,高增长出现拐点,预期开始落空。在目前的中国,我们还不用担忧高增长就此止步。第二,杠杠被使用到了无以复加的地步。日本的经验就很有

意思,我们观察日本的数据会发现,1986年以后,日本企业“银行借款额/销售收入”的值快速上升。大家知道,正常情况下,这个值应该是稳定的。但1986~1989年,这个值快速上升,企业银行借款超过了经营的正常需求。用来干什么?炒地产,炒股票。前段时间我们的研究员测算中国企业的数认为,如果中国发生同样的异常上升,那我们就要开始警惕。但结果却恰恰相反,上市公司这个比例这些年是不断下降的。原因何在,这些年企业效益好,自我造血功能提高了,对银行贷款的依赖性在下降。这说明企业借钱大规模炒股票的事情还没有发生,也说明银行的监管效率、风控能力在这些年有了明显改善,同时也预示着这轮紧缩性的货币政策对企业的影响会较小,因为企业对于银行的依赖性在下降。

第四章:牛市调控之策——政策建议

我们觉得,政府调控股市以实现“无泡沫上涨”这种最优选择,在现实世界里非常难以实现(原因在第三章中已有阐述)。因此我们建议政府采取“利用和驾驭牛市”的次优选择。

美国的经验表明,如果运用得当,牛市可以给国民经济发展带来很多正面效应。通过牛市,我们可以推动梦寐以求的自主创新和产业升级;通过牛市,我们可以建立起多层次的资本市场体系;通过牛市,我们可以鼓励大型央企整体上市和境外并购,打造具有国际竞争力的蓝筹群体……

政府应该驾驭和利用泡沫,但这并不意味着政府应该放纵泡沫任其无限制膨胀,相反,政府要进行积极的事先管理,防止股市出现大起大落。我们提出:一、强化监管,提高市场透明度。二、积极培育多元化、成熟的机构投资者,改变公募基金一统天下的局面,形成多元的投资理念。三、实施审慎的利率政策和灵活的汇率政策,提高货币政策的有效性和自主权;强化监管,严防银行风险。四、加强对直接融资规模的监控,防止直接融资被用于放大资产泡沫。五、加强金融产品创新,特别是推出做空机制。六、正确安排金融自由化的顺序,合理安排金融业开放、利率市场化和资本市场开放的顺序。七、抑制收入分配不均现象。八、改善经济结构和经济基本面。九、提升上市公司治理。

第五章:牛市投资之道

本章我们将介绍牛市中有效的投资策略,以及中国主要行业的长期趋势展望。

我们总结股市泡沫的经验会发现:导致泡沫膨胀过程中调整的主要原因是国际股市大幅波动和政府的调控,但这些因素并不能改变基本趋势。我们经常说:政策有风险、投资需谨慎,2008年就会是这样的一年,以后很长时间内也会如此。但对于长期趋势,我们觉得应该要有信心。在长期趋势明确的前提下,我们建议投资者用长期的确定性来平衡短期的不确定性,以大局观克服波动带来的不安和困惑。

在泡沫膨胀过程中,我们有以下看法或建议:(1)指数是较好的投资标的:投资者很难在牛市中战胜指数。(2)每次泡沫膨胀过程都有明星行业和股票,其上涨符合当时的增长逻辑:美国20世纪20年代的汽车股、60年代的漂亮50、90年代的高科技公司、日本和中国台湾80年代末的金融地产,都是符合当时的增长逻辑的。回头看看我们最近两年的牛市,涨得最好的行业依次是有色、金融、地产,也和我们现在的增长逻辑相吻合。(3)行业

和板块轮动策略优于时机选择策略,既然趋势没有结束,我们不建议时机选择策略。

(4)其他有效的策略:高 β 值策略、成长策略。

在泡沫膨胀的后期,我们建议采取:(1)反转策略。泡沫膨胀时期大幅上升的股票品种,在泡沫破灭初期时将大幅下跌,泡沫后期这些股票需要及时卖出。(2)低 β 策略。泡沫膨胀时期应该坚持高 β 策略,泡沫后期则应该选择低 β 策略。(3)价值策略。泡沫膨胀时期应该坚持成长策略,泡沫后期则应该选择价值策略,低PE,低PB。

最后,我们对“黄金十年”各行业的发展趋势进行了展望,供读者参考。

梁宇峰

2008年5月

目 录

前言	1
第一章 透析本轮牛市的推动力	1
第一节 股权分置改革实现制度变革	3
第二节 企业盈利高增长	10
第三节 流动性过剩助推资产价格	13
第四节 货币政策推波助澜	20
第五节 大国财富意识觉醒	27
第二章 牛市的基石依然扎实	41
第一节 经济增长前景依旧光明	43
第二节 资本证券化浪潮远未结束	58
第三节 股权激励效应值得期待	62
第四节 流动性过剩仍将持续	67
第五节 如何看待当前的估值水平	69
第六节 繁荣的资本市场是中国的战略选择	75
第三章 牛市演变的未来轨迹	81
第一节 理想的演变轨迹——盈利增长填实短期泡沫	83
第二节 可能的演变轨迹——泡沫膨胀直至破灭	85
第三节 政府能否阻止泡沫的形成	134
第四节 股市泡沫膨胀的边际	141
第五节 泡沫破灭带来的影响	154

第四章 牛市调控之策——政策思考及建议	165
第一节 政府的次优选择.....	167
第二节 如何调控和利用牛市.....	173
第三节 事前管理——避免股市大起又大落.....	200
第五章 牛市投资之道——如何在牛市中投资赚钱	241
第一节 牛市不同阶段的投资策略.....	243
第二节 “黄金十年”各行业发展趋势展望.....	252
后记	299



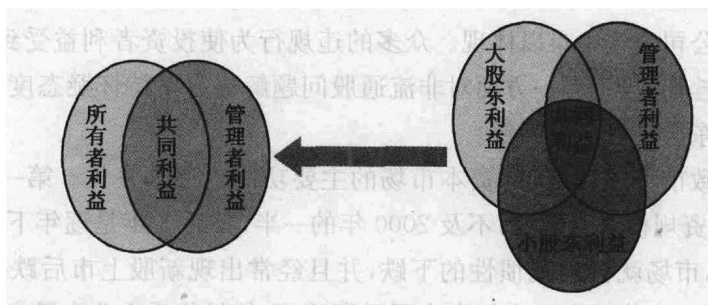
第一章

透析本轮牛市的推动力

2005年6月6日,上证指数盘中跌穿1 000点大关,2007年12月28日,上证指数收于5 261点,短短两年半的时间里,伴随指数上涨的是中国资本市场翻天覆地的变化。在牛市中,股价上涨仅仅是一个表面现象,股价上涨背后的触发因素是什么呢?本章将分析本轮A股牛市的推动力,指出本轮牛市最初的触发因素是以股权分置为主的制度变革带给市场的良好预期,也就是我们所说的A股从“制度折价”走向了“成长溢价”;其后随着上市公司业绩不断超预期增长和贸易顺差快速扩大带来的宏观流动性增加,市场获得了新的强大推动力量;在此过程中,政府的货币政策也起到了一定的推波助澜作用;而随着市场上涨产生的财富示范效应,投资者财富意识的增强和风险偏好的转变也成为推动市场向上的重要力量。

第一节 股权分置改革实现制度变革

2005年股权分置改革的实施,是中国资本市场为解决自身基本制度缺陷所做出的一次根本性的制度变革。股权分置改革从三方面推进了资本市场的发展:(1)股权分置改革使得上市公司和股东有了共同的利益基础,上市公司经营状况将真正成为公司管理层与股东的共同关注点,公司与股东价值取向将趋于一致。(2)股权分置改革对上市公司形成更为有效的约束机制。(3)通过股权分置改革使上市公司可以充分利用资本市场和现代金融工具,建立有效的激励机制,更有效率地进行资本运作。

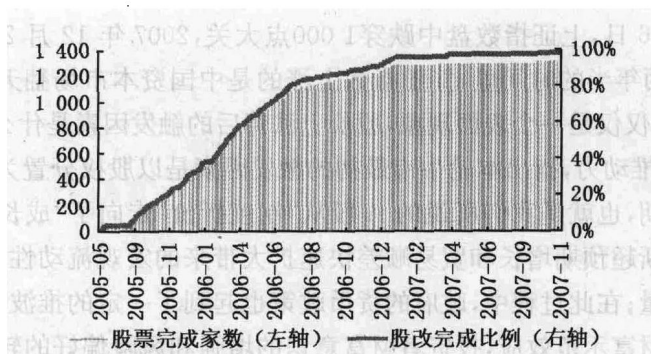


资料来源:东方证券研究所。

图 1-1-1 股权分置改革扩大了各方共同利益基础

为了确保股权分置改革的顺利推进,政府出台了多项措施,为这次带有历史意义的改革铺平了道路。2004年2月2日,作为纲领性文件的《国务院关于推进市场改革开放和稳定发展的若干意见》(简称《国九条》)正式推出,将大力发展资本市场作为一项重要的战略任务。正是围绕着这一文件的指引,中国资本市场多年的制度性障碍得到了彻底解决。

2005年5月9日,第一批3家公司开始试点。6月20日第二批41家公司试点。8月24日,五部委发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,9月份改革进一步深入,并于2006年3月全面铺开。截至2006年9月,97.5%的公司已经完成或正在进行股改,股改已处于收官阶段,中国资本市场发展历程中的一次根本性制度变革已基本完成。



资料来源：万得资讯，东方证券研究所。

图 1-1-2 股权分置改革历史进程

股权分置改革后，资本市场发生了实质性的变化。

股权分置改革之前，各利益主体之间的利益矛盾十分突出，存在很多违规的行为，例如，上市公司侵害小股东利益、大股东侵害上市公司利益、管理层侵害股东利益等。2002年底，中国证监会曾普查1175家上市公司，发现676家公司存在大股东占款现象，占款总额为967亿元；而当年上市公司的全部利润仅为741亿元。2004年8月份以前，A股市场有15家公司退市，这些公司经营失败的重要原因之一就是大股东占款。占款方式五花八门，如大股东虚假出资、关联交易、强行划转，上市公司为大股东担保等；从占款的账面情况看，既体现于应收账款、其他应收款、预付账款，也包含在或有事项及重大诉讼中，还有一些则在上市公司公告中难以体现。众多的违规行为使投资者利益受到严重损害，其信心亦受到严重挫伤，投资者一方面对非流通股问题解决方案持怀疑态度，另一方面，担心上市公司大股东会借机再次圈钱。

股权分置导致市场长期低迷，资本市场的主要功能也逐渐丧失。第一，融资功能丧失。2002年的融资规模800亿元，不及2000年的一半，其后3年是逐年下滑。最后出现只要一发行新股，市场就会出现惯性的下跌，并且经常出现新股上市后跌破发行价的情况。第二，资源配置功能缺失。市场失去了融资功能，使得优质企业也随之失去了融资能力，资本市场最根本的资源配置功能更是无从谈起。第三，市场不具备价格发现功能。在市场最低迷的时期，许多上市公司的股票价格低于每股净资产，企业的真实价值根本得不到体现。而在股权分置期间市场投机情绪过热时，上市公司流通股本规模相对较小，股价波动较大，定价同样扭曲。

股权分置改革之后，市场出现了翻天覆地的变化，上市公司不仅对未来的业绩增长做出承诺，还主动向上市公司注入优良资产，并通过整体上市以防止通过关联交易损害上市公司利益。中国的股票市场从“制度折价”开始转变为“成长溢价”。以资产注入而言，由于股票实现了全流通，资产注入之前，资产价格以账面价格为基础定价，价值的完全实现要经过很长时间；而资产注入后，资产价格以未来收益的折现值定价，价值立即实现，大股东持有的股份也会增值，上市公司成长为集团公司的旗舰有效推动了整个集团业务的发展。

股权分置改革后,资产注入与公司大股东的利益一致,资产注入和整体上市成为股权分置改革后资本市场一道靓丽的风景线。资产注入后,投资者可以分享上市公司业绩提升带来的资本利得,在以合理的估值向上市公司注入资产之后,大股东和集团都可以获益,资本市场的各利益主体在制度变革之后,找到了共赢点。以钢铁板块为例,我们对行业内已做整体上市的公司进行了前后比较。结果显示:资产注入后上市公司的基本面大幅改观,毛利率水平、净资产收益率水平和每股收益大幅提高,幅度远大于行业同期增长水平。非常引人关注的中国船舶,在资产注入之后,各项经营指标都显著提升,上市公司的质量从内涵和外延两个角度向好的方向发展。

表 1-1-1 中国船舶资产注入前后指标对比

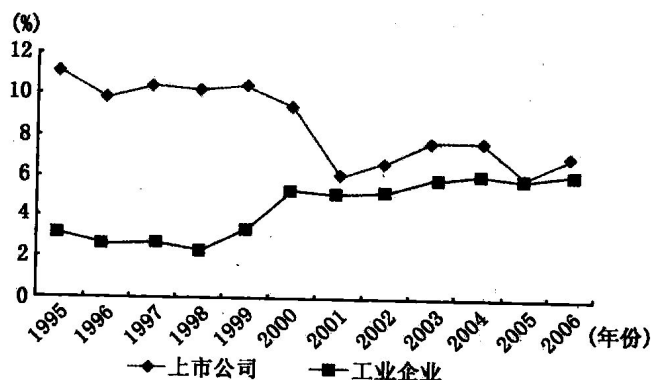
中国船舶资产注入前后的比较		
	注入前 2006 年三季度	注入后 2007 年三季度
营业总收入(亿元)	16.05	129.64
净利润(亿元)	1.45	27.42
净资产收益率(%)	15.86	43.51
每股收益(元)	0.22	3.21
股价(复权)(元)	35.32	407.70
总市值(亿元)	62.46	1 815.34

资料来源:彭博资讯,东方证券研究所。

股权分置改革后,上市公司开始主动释放业绩。从图 1-1-3 中,可以看到对比 2001 年和 2005 年,每当股市处于调整阶段时,上市公司的利润增速都大大弱于同期工业企业的利润增速。2005 年,上市公司利润率下滑幅度显著大于工业企业。从理论上说,上市公司是国民经济中质量较高的部分,为什么会出现这样的情况?上市公司在市场估值水平不断下降的氛围下,隐藏利润应该是一个比较合理的解释。我们的分析师在调研上市公司的过程中,也验证了我们的判断,隐藏利润应该是非常普遍的现象。股权分置后的 2007 年与 2005 年产生了很大的差别。2007 年可比上市公司前三季度净利润同比增速达到 64%,这其中一方面归功于宏观经济向好,另一方面也有制度变革带来的上市公司业绩的释放。制度变革推动上市公司的业绩释放,成为本轮牛市的重要推动力之一。

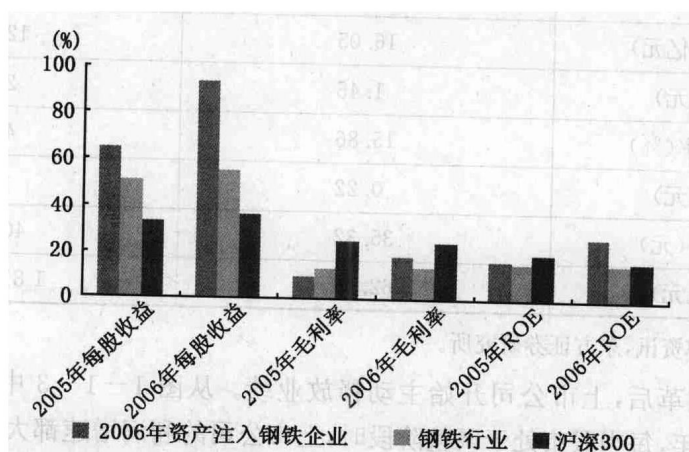
更为重要的是,股权分置改革得到了市场认可,市场对上市公司和大股东的行为给予了积极的回应,资产注入和整体上市就是很好的例子。整体上市公司和资产注入的上市公司的股价表现都远强于大盘,从 2006 年 1 月 1 日起,两指数相对于大盘的收益分别为 367%和 288%。

而在股权分置改革初期,市场对于股权分置改革的认识是一个逐步的过程。当时第一家实行股权分置改革的上市公司三一重工,在公布其对价方案后,股票下跌,市场并没有给予正面的回应,在之后的案例中,我们会对于当时的情况有一个更深入的了解。



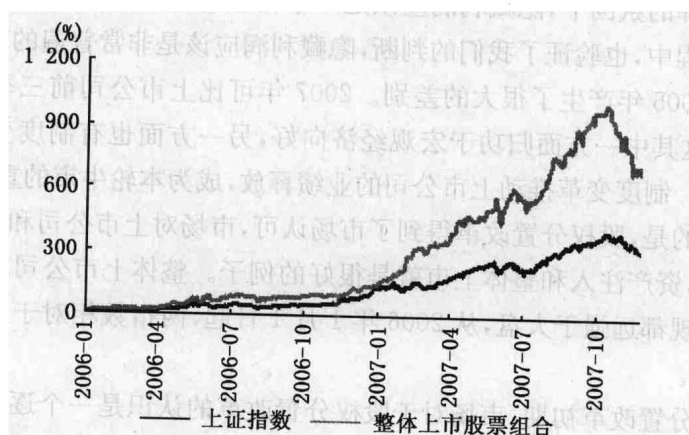
资料来源：环亚经济数据库，东方证券研究所。

图 1-1-3 制造业中上市公司与工业企业利润率的比较



资料来源：彭博资讯，东方证券研究所。

图 1-1-4 资产注入前后钢铁企业相关指标对比



资料来源：彭博资讯，东方证券研究所。

图 1-1-5 整体上市概念组合股价走势