

申万研究所首席经济学家杨成长： 以高成长化解高估值



当以2006年业绩计算沪深两市平均市盈率近50倍时,无论是从横向的国际比较看,还是从纵向的历史角度看,当前A股处于高估值高风险阶段,都是一个不争的事实。当前的股市以宏观经济持续向好、上市公司业绩快速增长和人民币持续升值等理性因素为基础,以巨大的财富效应催醒国民的投机意识为契机,形成了市场的非理性繁荣。

如何在当前非理性繁荣的市场环境中坚持价值化投资理念,既能分享繁荣,又能有效控制风险?选择高成长的企业,以高成长来化解股票高估值带来的风险,是在当前市场环境下价值选股的基本思路。《中国证券报》适应当前市场需要,推出上市公司高成长百强榜,对帮助投资者选股具有重要参考价值。

从这百家公司的行业属性看,有色、钢铁、设备制造、房地产和部分消费服务性行业占主导,这与前三年中国宏观经济的运行趋势和行业增长格局基本吻合,这说明宏观经济运行特点和行业发展环境是决定上市公司成长性的关键因素。上榜中绝大部分企业的主营业务收入和净利润增长率基本一致,表明企业主要靠主营业务收入的快速增长获得净利润的增长,业绩增长是十分健康的。

在当前的市场环境下,如何选择持续高成长企业,是股票分析师和投资人的共同职责,这当中还有许多工作要做。

首先,要解读透当前中国企业的“ROE之谜”。在这一轮中国经济繁荣周期中,我们首次实现了宏观经济快速增长和企业微观效率提高的一致性,工业企业的ROE水平持续上升。尽管在具体计算上各机构还存在着差异,但是基本都落在12~10%区间,而且上市公司和非上市公司的平均水平差别不大,中国企业的ROE已经具备了国际竞争性。但是究竟是什么因素推动着中国企业的ROE的持续上升,研究机构存在着争议,是企业经营规模和要素投入不断扩张引致的,还是企业生产效率真实提高导致的?中国企业的ROE能在多大程度上摆脱经济周期的影响保持长期平稳增长,决定着中国上市公司业绩能否保持持续高成长的关键因素。

其次,要分析企业高成长对行业周期的依赖程度。从上市公司成长性百强榜看,大部分企业还是属于在经济繁荣阶段高景气性行业,周期性行业类公司占了绝大多数。这说明我国还是处在好行业决定好企业阶段。如果一家企业的成长性不能摆脱对行业景气周期的依赖,不能经历行业低谷期的考验,那么这种成长性也是难以持久的。

第三,一个企业的持续高成长性,依赖于企业的制度、组织、人才和文化等非财务性因素。对于这类制度性因素该如何分析和评估,是对公司成长性预测的一个重要难点。

第四,仅从这张排行表上,我们已经可以看出,相当一部分上市公司的主营收入增长率和净利润增长率之间存在着相当大的反差,这说明一部分企业在主营业务持续高速增长的情况下,毛利润率却在持续下滑,企业缺乏有效手段去化解各种成本增加的压力。另一部分企业,净利润的增长主要依赖股市繁荣所带来的股权投资收益增长和资产注入。这两类企业的高增长的延续性如何都需要认真考察。

市值前十强			
排名	代码	名称	2006年底A股市值(亿元)

1	601398	工商银行	18554.46
2	601988	中国银行	9655.57
3	600028	中国石化	6376.88
4	600036	招商银行	1969.95
5	600019	宝钢股份	1516.54
6	600018	上港集团	1467.25
7	601006	大秦铁路	1051.12
8	600016	民生银行	1037.05
9	600050	中国联通	989.88
10	600000	浦发银行	928.03

股东回报前十强			
排名	代码	名称	累计收益率

1	000538	云南白药	3019.38%
2	600309	烟台万华	2163.32%
3	600660	福耀玻璃	1951.10%
4	000069	华侨城A	1747.97%
5	000562	宏源证券	1700.74%
6	600616	第一食品	1604.93%
7	000568	泸州老窖	1523.87%
8	600018	上港集团	1378.32%
9	000792	盐湖钾肥	1327.57%
10	600118	中国卫星	1305.48%

成长性百强榜点评 关注持续增长企业

□国泰君安研究所所长 李迅雷

证券市场最关心的是上市公司的成长性,包括主营业务收入以及净利润的成长性。一般来说,在西方发达的金融市场,市场是非常有效率的,过去几年的成长甚至部分未来的成长性已经反映到市场的预期。我国的股票市场这些年在发展过程中遭受过一些挫折,但是整体发展非常快。随着投资者的数量增长,以及机构投资者的迅速壮大,国内的股票市场从低价值发现市场迅速变得有效起来。

不过即使这样,投资者仍然可以从历史的成长数据寻找到值得投资的股票。我认为主要是因为国内的投资者还不善于分析企业的业务模式,还缺少对上市公司未来业绩成长性的把握,因此很多情况下,一个上市公司过去几年取得高速的业绩增长,但是投资者并没有给予相应的估值,

主营百强榜点评

百强收入占A股半壁江山

□长江证券研究部主管 张岚

主营业务收入是企业营业收入的核心组成部分,是企业实现利润和增长的基础。在市场经济中,企业产品只有实现了销售,产品价值才能得以顺利实现,企业才有可能创造利润,体现企业的价值。在激烈的市场竞争中,只有不断扩大销售规模,增加主营业务收入,实现企业增长,才能为股东创造财富。

2006年末主营业务收入排名前100强的集中度较高。主营业务收入前100名上市公司主营业务收入总额32254亿元,占2006年末全部沪、深上市公司主营业务收入总额60688亿元的53%。排名前5名上市公司主营业务收入总额15994亿元,占全部上市公司和排名前100名公司主营业务收入总额的比例分别为

市值百强榜点评

市价总值已显过大趋势

□西南证券研发中心副总 周到

我国所有上市公司的市价总值,已大于国内生产总值。市值百强公司市值占全部上市公司市值比重,小于收入百强公司收入占全部上市公司收入比重,说明市场的投机气氛正在加大。

5月24日,我国上市公司市值分布是:上海证券交易所上市公司市价总值及其境内外上市公司在境内的市价总值、深圳证券交易所上市公司市价总值及其境内外上市公司在境内的市价总值分别为138252.68亿元、41907.74亿元;境内外上市公司中的H股、S股流通市值分别为17392.05亿港元、0.35亿美元;境外上市公司中的H股公司、S股公司市价总值分别为

回报百强榜点评

前20名市值回报率都超10倍

□天相投资顾问投资分析部 邹高

本次评选境内市值回报率百强企业入围门槛为479%,其中排名前20位的上市公司自上市以来境内市值回报率水平都在10倍以上。这不仅说明百强企业股东回报率远远超过A股公司平均水平,也说明A股的确有部分优秀公司极具投资价值。

投资者投资上市公司,都期望能够获得超过其他投资的回报,一旦投资回报达不到预期,投资者将会选择抽回资金而转投其他公司,二级市场股票价格也将会因之而受到影响。更长远看,上市公司如果不能为投资人提供至少高于其机会成本的投资回报,那么将会面临越来越大的



这带来了投资机会。

一般来说,只有中小型上市公司才可能具有很高的成长性,因为像中国石化,工商银行以及宝钢股份这样的上市公司难以取得每年主营业务收入和净利润的



26%、50%。排名前10名上市公司主营业务收入18630亿元,占全部上市公司和排名前100公司主营业务



52661.76亿港元、0.82亿新加坡元。

当天,人民币汇率中间价为1港元、

持续大幅度增长,GDP的增速长期来看代表大盘股主营业务收入的

增长趋势,而只有中小型企业因为较低的基数才可能获得很高的成长。

我们的研究表明,净利润从5000万元成长到10亿元是一个企业发展最快的阶段。如果太小,则面临很高的风险而长不;如果太大,则因为基数高,市场空间填满而难以持续增长。

从中国证券报成长性子榜来看,很多出色的长期持续成长的企业被选了进去,但是很多公司高速增长是由重组以及原来的基数过低等原因造成的,比如中宝股份,ST珠江,苏宁环球等。因此现在看来,我们还缺少证据判断其是否具有进一步持续增长的竞争优势。所以,对待因为重组等原因造成的业绩突发性高速增长,投资者要谨慎对待,需要关注并研究其注入资产是否具有持续经营能力以及持续

收入的比例分别为31%、58%。

2006年末主营业务收入排名前100强的公司收入两极分化。主营业务收入最高的中国石化达10446亿元,主营业务收入最低的王府井仅64亿元,两者之间规模相差164倍。前100名公司平均主营业务收入321亿元,15家上市公司主营业务收入高于平均水平,85家低于平均水平。从主营业务收入区间分布看,中国石化主营业务收入已经跨越万亿元大关,工商银行、宝钢股份、中国银行超越千亿门槛;500亿~1000亿元之间有中国联通、五矿发展、鞍钢股份3家公司;主营业务收入居于100~500亿元之间的公司最多,高达63家公司;100强中还有30家公司主营业务收入没有超过100亿元。

2006年末主营业务收入排名

市价总值占国内生产总值的比重赶英超美,似乎指日可待。2006年,我国通过境内外资本市场仅融资0.56万亿元,而全部金融机构本外币各项贷款余额为23.9万亿元。因此,《政府工作报告》提出要“扩大直接融资规模和比重”。随着股票融资规模的扩大,即使已上市公司股价不变,依靠规模较大的新上市公司的市价总值,也可以让全部上市公司市价总值占国内生产总值的比重,排名世界第一。而这还不

需要香港交易所红筹公司和其他证券交易所特殊目的公司的市价总值已是2006年国内生产总值209407亿元的118.76%。这已超过西欧国家的平均水平,但低于美国。欧美股市大规模吸纳外国上市公司,因而其股票市值更容易超过国内生产总值。中国的情况正好相反,不仅未允许任何外国企业在境内上市,而且还通过股票存托凭证以及特殊目的公司等形式,为欧美股市“添砖加瓦”。

从市场热情看,我国上市公司

高成长潜力。就国际研究经验看,多数通过资产注入以及重组原因导致的某段时期的高速增长往往难以持续。

另外一类企业也需要注意,它们处于周期波动性行业。比如驰宏锌锗等,从长期来看它们的业绩呈现波动特征,在行业景气时期,业绩增长往往排在上市公司前列,而在行业下滑时期,业绩成长往往不尽人意。这些企业一般属于高固定资产高投入的行业,经营杠杆高,一旦景气来临,产能利用率迅速提高,则业绩往往呈现高速增长特征,而随着产能利用和价格提升到一定阶段,业绩难以继续增长,因此投资这类企业需要谨慎,需要具有相关行业的非常精深的专业知识。

证券分析师希望研究内生持续增长,具有核心竞争力的上市公司。如果这类企业表现出高成长特征,则二级市场表现也是非

100强的行业分布主要集中在三大行业。主营业务收入总额最高的行业为制造业,共有54家公司上榜,主营业务收入总额10925亿元,占全部100家公司主营业务收入总额的34%。采掘业虽然上榜公司只有6家,但由于中国石化的存在,行业主营业务收入总额高达10879亿元,几乎与制造业持平,占全部100家公司主营业务收入的34%。银行业表现也较为突出,除了深发展因股权分置改革仍未完成没有进入榜单外,其余06年底前已上市的6家银行全部进入百强,主营业务收入总额3880亿元。

2006年末主营业务收入排名前100强的发行上市时间与收入总额分布没有明显特征。2001年发行上市公司主营业务收入总额占比最高,共有7家公司上榜,主营业务收入总额高达11576亿元,占全部100家公司主营业务收入总额的比例36%。1997年发行上市的公司上榜家数最多共15家,主营业务收入总额3473亿元,占全部100家公司主营业务收入总额的比例为11%。上市

市价总值占国内生产总值的比重赶英超美,似乎指日可待。2006年,我国通过境内外资本市场仅融资0.56万亿元,而全部金融机构本外币各项贷款余额为23.9万亿元。因此,《政府工作报告》提出要“扩大直接融资规模和比重”。随着股票融资规模的扩大,即使已上市公司股价不变,依靠规模较大的新上市公司的市价总值,也可以让全部上市公司市价总值占国内生产总值的比重,排名世界第一。而这还不

需要香港交易所红筹公司和其他证券交易所特殊目的公司的市价总值助降。

百强上市公司与上市公司的对比,更值得关注。截至5月24日,我国全部上市公司1572家。除深圳中航实业(0161.HK)、沈阳公用发展(0747.HK)、长春达兴药业(8067.HK)、上海青浦消防(8115.HK)、牡丹汽车(8188.HK)、S*ST国瓷(600286.SH)未按规定公布年度报告外,其余1567家上市公司均已公布2006年业绩。其中,前100名公

于横向比较,我们剔除股东对上市公司累计投入规模差异的影响,引入“市值回报率”指标,即(境内总市值+累计分红)/累计资本投入,并据此测算出A股上市公司市值回报率最高的100家上市公司。

我们发现,上榜百强企业在A股市场中的地位比较突出。上榜百强企业2006年主营业务收入合计占到A股上市公司的11.27%,净利润占比为17.79%。2006年上榜企业平均净利润为6.1亿元,远远高于A股上市公司4.2亿元的净利润平均水平。以2006年12月31日数据测算,上榜企业A股平均总市值161.74亿元,比同一时点的A股上市公司平均水平高出近64%。

上榜百强企业的市值回报率远远高于A股市场平均水平。截至2006年12月31日,A股上市公司自上市以来的加权平均市值回报率为196.89%,其中二级市场资本本利得的加权平均收益率为187.55%,

常惊人的。这类企业往往很难排到排行榜前十名,因为前十名的股票往往是因为前几年基数过低,比如净利润从几百元增长到上百万元,或者因为重组原因。而在成长排行榜中后面部分才容易出现持续内生增长的企业,因为指望一个企业每年都有1000%的成长是不可能的,并且最好的企业应该是主营业务收入和净利润保持同步高速增长。因此,尽管烟台万华排在第100名,但是其这几年的整体涨幅远远超越了排在排行榜前列的上市公司。

总体来说,中国经济在迅速发展,我们有更多高速成长的上市公司可以选择,也有更多更好的投资机会,证券市场为国内投资者享受中国经济成长提供了很好的平台。当然,投资者仅根据过去几年的成长性数据就进行投资是不理智的,还应该对其业务模式进行更深入的分析。

时间最早的是房地产行业的万科,也是唯一一家上榜的房地产企业,1991年1月29日上市,2006年主营业务收入总额178亿元,排名第38位。

2006年末主营业务收入排名前100强的主营收入净利润率明显高于市场平均水平。100家公司总共实现净利润2665亿元,主营收入净利润率8.26%,高于全体上市公司6.42%的平均水平。主营收入净利润率最高的公司为长江电力,高达52.3%。从分行业情况看,金融保险业最高为23%。

从2006年末主营业务收入排名前100强的注册地分布呈现集中化局面。注册地位于北京的公司共有13家,主营业务收入总额高达16288亿元,占全部100家企业主营业务收入总额的63%,反映了大型中央企业集中于北京的现实。注册地位于上海的企业总数为18家,主营业务收入总额4703亿元。注册地位于广东的企业总数为11家,主营业务收入总额1805亿元。注册地位于山东的企业总数为10家,主营业务收入总额1517亿元。

司的市价总值合计16.65亿元,占1567家上市公司市价总值的66.95%。2006年,销售额靠前的100家上市公司,合计实现销售收入、利润总额、净利润分别为55400.08、7785.28、5413.71亿元。而1567家上市公司合计实现销售收入、利润总额、净利润分别为78438.35、9597.09、6627.34亿元。前者占后者的比重依次是70.63%、81.12%、81.69%。显然,市价总值百强上市公司的集中度要低于销售额靠前的100家上市公司。这表明,非百强公司吸引资金的倾向较为明显,市场的投机气氛正在加大。由于H股、B股和S股估值总体较A股低,因此单从A股来看,这种现象更加明显。

改变股票市价总值占国内生产总值的比重名列世界第一的趋势,恐怕已十分重要;让资金向绩优公司集中,体现股市资源优化配置的功能,同样十分重要。只有这样,投资股市,才能让投资者感到踏实。

考虑资金时间价值的累计派现加权平均收益率为9.34%。很显然,当前A股上市公司对股东的投资回报仍然主要以二级市场股票溢价来体现,而这与近年来A股上市公司基本面整体向好有着密切关系。A股上市公司2006年度的会计指标也为A股市值的不断增长提供了数据支持:2006年A股上市公司主营业务收入同比增长21.7%、净利润同比增长40.75%、净资产同比增长28.11%,加权平均净资产收益率10.53%,比2005年提高了2.1个百分点。

本次评选A股市值回报率百强企业入围门槛为479%,其中上榜企业排名前20位的上市公司自上市以来的市值回报率都在10倍以上,而云南白药更以3019%的市值回报率位居榜首。2006年,上榜企业主营业务收入同比增长30.53%,净利润同比增长59.67%,加权平均净资产收益率16.56%,也都明显好于A股上市公司的平均水平。