

全流通变局下的 A 股市场：治理、定价、博弈 及运行趋势

赵建兴
86-755-82943202
Zhaojx@ccs.com.cn

2005 年下半年投资策略报告专题报告

主要内容

- **股权分置改革将改善上市公司治理水平，但只是开始：**股权分置制度放大了中国资本市场原有的治理缺陷，并加剧了大股东与小股东之间的利益冲突，这集中表现在恶意融资与利益侵占方面。我们相信股权分置改革将在相当大程度上改善上市公司治理水平，对资本市场的长期发展影响深远。同时，一股独大、所有者缺位、内部人控制、投资者保护不足等根本性问题仍有待长时间的制度性建设予以解决。
- **目前 A 股市场蓝筹公司的定价水平仍然偏高 10%左右：**即使考虑股权分置改革等制度性建设带来长期盈利能力的提高与股权风险溢价的下降，三阶段股利贴现模型测算的沪深 300 指数合理市盈率仍仅为 12.41 倍，意味着目前 A 股市场蓝筹公司的定价仍然偏高 10%左右。考虑全流通变局下 H 股或香港市场将继续成为 A 股市场合理定价的重要参考，两地市场定价水平的比较同样得出 A 股蓝筹公司定价偏高 10%的一致结论。这需要股权分置改革过程中可能的对价予以弥补。
- **全流通博弈中流通股东必须确定合理的含权预期及定价：**我们建立了一个全流通博弈模型，以分析博弈双方的理性行为与博弈结果。流通股东在定价阶段必须确定合理的含权预期及定价，使其因含权预期发生的损失不超过由双方谈判能力差异所决定的对价；非流通股东将依照最低对价的原则分享绝大部分全流通创造的价值，在分类表决中通过能够保证双方均不受损的对价方案将是博弈双方的理性选择。流通股东的谈判能力越强、非流通股比例越大、非流通股东对流通权价值的预期越高，可支持的流通股合理含权预期将越大。
- **蓝筹股合理的含权预期若能兑现将足以抵消定价高估部分：**从已有方案推算，沪深 300 指数合理的含权预期约为 16.75-20.10%，若能兑现将足以抵消定价高估部分并形成一定支持。而大批定价偏高的非蓝筹股短期内不可能获得足够对价，有待价值回归充分完成之后才能解决股权分置问题。
- **预计下半年沪深 300 指数将在平衡震荡中略微上升：**下半年影响 A 股市场蓝筹股运行趋势的盈利前景与定价水平因素将在相互抵消后产生轻微的上升动力。预计沪深 300 指数将在平衡震荡中略微上升，核心波动区间为 800-1040 点。期间存在由试点对价与政策利好所支持的反弹机会，但宏观经济回落趋势与扩容压力将压制反弹空间。预计非蓝筹股的价值回归将使上证指数维持平衡震荡，核心波动区间为 1000-1200 点。

一、股权分置与中国上市公司治理

2005 年注定将成为中国证券史上的一个重要转折点。困扰市场十多年的股权分置问题终于破题。股权分置制度与中国上市公司的治理现状密切相关，我们相信股权分置改革将在相当大程度上改善上市公司的治理水平。然而，解决股权分置问题只是迈出了制度性建设的重要一步，要完善中国资本市场的运行基础，我们还有相当长的路要走。

1.1 国外上市公司的治理模式

1.1.1 市场监控型的公司治理模式

基于发达资本市场高度分散的股权结构、所有权与控制权彻底分离等特征（以美、英等国家为代表），市场监控型的公司治理模式在 20 世纪 80 年代得到财务学家广泛而深入的研究。

在这种治理模式下，高度分散的股权使所有权与控制权彻底分离，即使是大股东也无法拥有能对管理层形成绝对控制的股权，因此股东不论持股比例的大小，其目标函数均体现为股权价值最大化，大股东与小股东之间的利益冲突相当微弱。代理成本则主要产生于股东与管理层之间的利益冲突。股东必须对管理层实行有效的监督与约束，以使后者攫取的控制利益或私人利益最小。这种监督一般由持股比例较大的股东负责，通过董事会及独立董事制度实现，以防范内部人控制问题并确保管理层行为符合股东利益。小股东可以“搭便车”、“用脚投票”。管理层则面临着来自内部控制机制（董事会、大股东）和外部控制机制——即接管市场（股东可以通过代理表决权争夺、敌意收购等方式替换管理层）的压力；此外，产品市场、法律体系与资本市场，甚至经理人市场等都对管理层形成种种约束。这些措施共同构成一整套完善的控制机制，制约着管理层偏离股东价值最大化目标的行为，使上述代理问题得以缓解。这种市场监控型的公司治理模式为确保公开上市公司这一组织结构的长期生存和发展提供了制度上的保证。

1.1.2 大股东控制型的公司治理模式

亚洲金融危机中公司治理问题的暴露使得财务学家更多地将注意力放在另一类型的公司治理模式上，即大股东控制型的公司治理模式。事实上，股权相对集中、存在拥有控制权的大股东的上市公司在全球范围内更为普遍。在德日等国这样的控制型股东主要为银行或大财团，在东亚地区主要为家族企业，而在中国则主要为政府主导下的国有企业。

在这种公司治理机制下，拥有控制权的大股东通过董事会直接或间接地控制了管理层。股东与管理层之间的代理问题得以缓解，代理成本则主要产生于大股东与中小股东

的利益冲突。拥有控制权的大股东可能会采用各种方式侵害中小股东的利益，例如超额的管理层薪金、贷款担保、掠夺性的关联交易、占用资产、稀释股权等，这些利益侵占行为又被统称为“隧道行为”。并且，交叉持股或金字塔形的所有权结构使现金流权与控制权进一步分离，控制股东可以利用最少的资金获得最大的控制权，从而加剧了大股东与中小股东之间的利益冲突。法律保护制度（包括立法与执法）成为这种治理模式成功与否的关键。如果法律无法限制“隧道行为”以有效保护中小投资者的利益，中小股东面临遭受大股东剥削的风险，他们将只愿意以较低的价格购买股票，资本市场的发展将受到很大限制。

尽管如此，在这种治理机制下，大股东与中小股东的目标函数在股权价值最大化这一大方向上仍是一致的。大股东的价值最大化目标通过以下两方面利益的权衡得以体现：股权价值的最大化与控制利益的最大化。大股东在侵害中小股东利益时，需要顾及自身的股权价值所受到的损害，股权价值最大化对大股东的隧道行为形成天然约束。可以想见，大股东的持股持股比例越高，侵害中小股东的动机越弱，而最大化股权价值的动机越强。只有当大股东持股比例低于一定程度时，中小股东面临利益被侵占的危险才逐渐增强，公司价值将随之下降。

1.2 股权分置与中国上市公司治理

1.2.1 中国上市公司的治理缺陷

中国上市公司的治理模式属于大股东控制型，但又拥有以下的特征或者说缺陷：高度集中的股权结构（一股独大）、大股东主要由缺乏明确的最终所有者的国有企业构成（所有者缺位）、董事会与独立董事制度效率低下导致管理层拥有绝对控制权（内部人控制）、能够有效保护中小投资者利益的法律制度尚未建立或无法有效运行（投资者保护不足）、大比例的国有股与法人股无法流通（股权分置）。

事实上，除了股权分置可以称为中国资本市场的特色外，其他前四个方面的特征在以大股东控制型治理模式为主导的资本市场中都不同程度地存在，由此所引起的公司治理问题也都有相类似的表现。例如，一股独大容易导致大股东对中小股东的利益侵害；国有企业缺乏股权价值激励与大股东监督，经营效率较为低下；一股独大与所有者缺位使国有企业上市公司普遍存在内部人控制问题；投资者保护不足则是大多数新兴市场面临的共同问题。

我们这里将要重点讨论的是，股权分置放大了上述治理缺陷；同时，大股东与小股东之间的利益冲突也因股权分置制度而被放大，或者说，与一般意义上的大股东控制型的治理模式相比，股权分置产生了新的代理成本。另一方面，我们也意识到，股权分置问题并不是中国上市公司治理问题的全部，解决股权分置问题并不必然意味着中国上市

公司的治理水平可以提高到发达资本市场的水平，其中仍需要经历相当长时间的制度性建设。

1.2.2 股权分置对原有治理缺陷的放大作用

分散的股权结构被认为有利于提升公司治理水平,而股权分置限制了非流通股股东（或者控制股东、大股东）转让股份的可能性，协议转让等方式难以有效实现股权的充分分散，使一股独大问题在中国更为突出。同样，证券市场的退出功能无从实现，单个公司无法实现股权性质的多样化，而国有企业上市公司缺乏明确的最终所有者对管理层实施有效的监督与激励。流通股股东（或者少数股东、小股东）虽然有最大化股权价值的需求，但没有能力扮演所有者的角色。与这些状况相对应，内部人控制问题显得更为普遍，董事会与独立董事制度难以发挥应有作用；同时，大股东对股权的控制以及两类股票的价格差异使得敌意接管活动极其难以发生，并购主要通过善意的协议转让进行，控制权市场对管理层的约束作用被严重弱化。最后，在证券市场设立之初，政策制定者确定了股权分置制度以防止国有资产流失，从而一直忽视了对中小投资者的法律保护。不难想见，如果股权分置制度没有确立，我们将拥有更分散的股权结构、更多样化的所有者结构、更强有力的内外部控制机制以及更完善的投资者保护法律，上述缺陷或许仍将存在，但程度及影响将较目前状况为低。

1.2.3 股权分置所产生的代理成本

股权分置加剧了大股东与小股东之间的利益冲突。在股权分置制度下，非流通股份的价值无法准确地衡量，流通股的价格与非流通股的净资产值都不适宜作为恰当的估值参考。当流动性受到严重限制时，非流通股股东将更愿意选择净资产值作为估值参考，对于以资产保值增值为目的的国有企业而言更是如此；当非流通股价值无法以流通股价衡量时，非流通股股东将更愿意选择所控制资产的最大化而非股权价值的最大化。矛盾由此产生：非流通股股东及其控制下的管理层倾向于追求净资产值的最大化，而流通股股东追求股票价值的最大化。相比较于一般意义上的大股东控制型治理模式，股权分置条件下的大股东无法受到正常的股权价值激励，大股东与中小股东的目标函数在股权价值最大化这一大方向上已经发生了偏离，代理问题因而被加剧，恶意融资与利益侵占是这一代理问题的集中表现，或者说股权分置产生了新的代理成本。

（a）股权分置与恶意融资

与利益最大化目标相适应，非流通股股东将偏好于通过股权融资实现每股净资产值的最大化，而非通过持续经营获得股权价值增长；偏好于通过股权融资实现可控制的资产的最大化从而控制利益的最大化，而非经营效率的提升。而股权分置的一个副产品是风险资产供需不平衡，由此形成了历史性的高定价水平下的高效率融资市场。主观动机与客观条件相结合的结果必然是上市公司的融资饥渴。向价格高于合理水平的流通股股东进行股权融资，成为非流通股股东在短期内实现股权价值提升的一个快捷途径。即使股价回

落到合理水平，从追求资产最大化目标出发，股权分置体制下公司仍有很强的动力进行股权融资。

我们也意识到，在上市公司具有融资资格时，流通股东与非流通股东的目标函数部分重叠。流通股价格通过融资价格在一定程度上影响非流通股的价值，因此非流通股东有动机维持、甚至推高流通股的股价。并且，由于融资资格的巨大价值，上市公司需要尽力获得并维持这一资格，由此可以理解 A 股上市公司净资产收益率异常分布（大量集中于 0%、6% 和 10% 附近）的现象，这可以通过报表重组、利润输送等手段实现。对于绩差甚至亏损公司的资产重组也是这一动机的体现，但恢复融资资格所付出的代价将是相当巨大，继续获取控制利益在短期内可能更符合新进入大股东的利益，因而这些重组往往最后被证明是失败的。

不过，在这种融资动机下上市公司的投资效率值得怀疑。即使投资项目的未来前景并不乐观，从事后看是对股东利益的损害，在不损害融资资格的前提下，为了追求净资产值及资产规模的提升，非流通股东控制下的上市公司依然有融资扩张的动机。虽然牺牲效率以追求资产与销售额扩张的现象在各国普遍存在，我们不难猜测中国上市公司的投资效率将更为低下。

并且，对非流通股东而言，股权融资的成本非常小。在流通股价格偏高的情况下，股权融资的成本甚至可能低于债权融资的成本，这也是上市公司偏好股权融资的一个重要原因。几乎不会因股权融资而出现控制权流失的风险，剩余索取权的分散才是非流通股东需要承担的成本。或许只有在流通股的价格下降到一个相当低的程度后，非流通股东才能感受到股权融资是一项成本高昂的行为。

即使面临剩余索取权的分散，非流通股东还可以通过控制股利分配政策使现金资源尽量不流出公司。许多公司一直执行无现金或低现金股利的分配政策，而部分公司却可能执行超额股利分配政策。这种差异与大股东所占有的公司利益有关。如果流通股占总股本比例很小，并且可以比较方便地进行融资，那么高股利政策可能更有利于非流通股东获得现金回报。当流通股所占比例渐大，非流通股东就需要考虑减少现金股利。另外，当公司需要进行融资时，稳定而优厚的股利方案就成为将其与无回报公司区分开的一个必要信号。总体而言，A 股市场的投资者在十多年历史中所获得的股利回报非常的低，与他们投入的资本并不成比例。

（b）股权分置与利益侵占

短视的非流通股东将倾向于获取控制利益或侵占流通股东的利益，而非获得股利分红。股权分置在这里再次弱化了股权价值最大化条件对非流通股东的行为的约束，从而增强了非流通股东侵占流通股东（或上市公司）利益的主观动机：在以净资产值为主要参考标准的体系下，隧道行为对非流通股东股权价值的损害被缩小了，至少小于流通股东受到损害的程度。一个资源被大量转移的上市公司的非流通股仍然能够以接近每股净

资产值的价格转让，即使考虑了潜亏之后公司可能已经处于资不抵债的地步，收购者却普遍相信他们还能从中继续榨取控制利益。有意思的是这种公司的流通股目前仍然以相当高的价格交易，似乎流通股东宁可相信收购者将会付出巨大的成本以挽救公司的融资资格，而不是继续损害公司的利益。这种现象或许还涉及到政府不愿看到其掌握的上市公司陷入破产退市地步。并且，股权分置条件下内外部控制机制失效，实际上使得非流通股东的隧道行为在很大程度上免受资本市场的监督与约束，而目前的投资者保护法律也难以使中小投资者的利益得到充分的保护，这些因素为利益侵占行为提供了客观条件。

不过，利益侵占毕竟面临多方面的约束。非流通股东的股权价值无疑也会因利益侵占而下降，只不过在股权分置条件下这种约束被弱化了而已。并且，我们上文已经分析过，当上市公司具有融资资格时，非流通股东与流通股的目标在一定程度上是重叠的，融资的需求将使此时的利益侵占动机变弱，隧道行为受到抑制，至少不能危及到融资资格。但当上市公司失去融资资格后，流通股与非流通股之间的代理问题将急剧恶化，股权价值激励的弱化将提升非流通股东进行利益侵占的动机，由此可以理解中国资本市场上曾大量存在的“一年绩优、两年绩平、三年绩差”的现象。这种利益侵占或隧道行为也一直被认为是中国上市公司整体净资产收益率水平偏低的一个重要原因。尤其是在宏观经济环境恶化时，上市公司面临失去融资资格的威胁，隧道行为将加剧经营业绩的下滑程度。

所有权性质等问题对公司治理水平可能存在影响。大型国有企业上市公司的大股东或管理层往往具有特殊的目标函数，对于政治目标的考虑可能超过了对经济目标的考虑，中央直属企业还可能受到来自中央的额外监管。跨境上市的公司将面临更严格的信息披露制度与更高的投资者保护程度，一般认为有助于治理水平的提高。上述类型上市公司利益侵占的动机因此受到抑制，从整体上看治理水平较优。而民营企业的大股东则完全受到自身利益最大化的驱动，在缺乏内在约束与外在监督的环境下侵占中小股东利益的动机更为强烈。这可以解释利益侵占大部分发生在民营企业上市公司中的现象。类似地，其他类型的上市公司，包括归地方政府管理的国有企业、集体企业等，其公司治理水平很大程度上取决于是否受到特定的约束与监管。可以想见，在经济繁荣阶段，国有企业将因为较低的利益侵占程度而实现较民营企业更好的经营业绩。2003 年以来国有企业经营效益的大幅好转主要产生于国企利用其拥有的资源、特权、垄断等获得的超额收益，治理问题也应在其中发挥了一定作用；然而在经济收缩阶段，所有者缺位问题却可能使国有企业因缺乏有效的激励与监督而导致经营效率低下，不过此时民营企业则面临大股东利益侵占问题。

1.3 股权分置改革对 A 股市场的影响深远

股权分置并不是中国上市公司治理问题的全部，但确实是其中一个非常重要的环

节。中国上市公司的治理模式属于大股东控制型，一股独大、所有者缺位、内部人控制、投资者保护不足是其现阶段的主要特征或缺陷。而股权分置则放大了这些原有的治理缺陷，同时加剧了大股东与小股东之间的利益冲突，或者说产生了新的代理成本。这种代理成本在中国资本市场的各个方面得到表现，尤其是在恶意融资与利益侵占方面。上述治理问题并不是中国资本场所特有的，但是股权分置制度使之更为严重。

中国证监会在 4 月末宣布启动股权分置改革并在 5 月份之后陆续推出试点，困扰中国证券市场十多年的股权分置问题终于破题。我们认为股权分置改革迈出了中国证券市场制度性建设至关重要的一步，并将对此后市场的发展产生深远的积极影响。这将主要将体现在以下几个方面：

首先，股权分置改革将在相当程度上改善上市公司的治理水平。股权分置问题并不是中国上市公司治理问题的全部，解决股权分置问题并不必然意味着中国上市公司的治理水平可以提高到发达资本市场的水平，毕竟一股独大、所有者缺位、内部人控制、投资者保护不足等问题都还需要相当长时间的制度性建设予以解决。但是，股权分置改革无疑将为上市公司的大股东提供强烈的股权价值激励，在相当程度上消除或缓解上述治理缺陷、提高上市公司的治理水平，从而带来经营效率的改善与投资者的信心的增强，而盈利能力与估值水平的上升将最终转化为上市公司价值的提升。不考虑收益与成本如何在非流通股东与流通股东之间分配的问题，总体上看，解决股权分置问题所带来的收益将超过所需要付出的成本。

其次，股权分置改革将促使市场定价水平趋于合理，有助于融资功能的提升。股权分置改革将改变长期以来证券市场风险资产供需关系不均衡的局面，使市场的定价水平更加趋于合理，而合理的定价水平对于市场有效发挥其资源配置功能、价格发现功能，对于吸引更多的投资者进入以实现资本市场的长期发展都将起到相当重要的作用。我们相信，趋于合理的定价水平不仅不会损害、反而能够增强证券市场的融资功能：一个典型的例子是，香港市场的估值水平长期低于 A 股市场，但 2004 年全年股权融资额高达 2780 亿港元，其中 41% 由 44 家大陆公司实现，共筹集资金 1140 亿港元，这大约是同期 A 股市场 627 亿元的两倍；事实上，我们认为正是 A 股市场偏高的定价水平使得身在其中得投资者对大规模融资心存忧虑，从而在很大程度上抑制了市场的融资功能。

第三，股权分置改革将推动并购市场的发展。而一个成熟的并购市场具有两方面的积极意义，一是可以促进产业资源的优化与整合，为迫切希望做大做强的中国企业提供金融平台；二是可以对上市公司形成市场化监控，用控制权市场的威胁进一步改善公司治理。

第四，股权分置改革将促使市场的盈利模式、博弈格局、投资策略发生重大改变。并购市场的发展将催生新的盈利模式，以要约收购等方式获取控制权，通过经营效率的改善提高上市公司的投资价值，并最终在二级市场上再次变现成为可能。这种模式与以往的收购法人股并在二级市场上坐庄将有着本质区别：后者注重于二级市场的投机而非

公司经营的改善，或者通过隧道行为获取控制利益，但这些行为在全流通体制下将变得成本高昂，反而是在股权分置体制下难以实现的前一盈利模式更具有可行性。在运做这一模式时，有实业背景支持的机构投资者较基金等纯粹进行证券投资者的基金投资者更具优势。市场博弈格局也将因此发生改变。全流通体制下流通股东之间的相互博弈将退居次要地位，在大股东可以选择回购与出售时，投资者首先需要考虑与上市公司之间的博弈。最后，二级市场投资者的投资策略可能发生改变，单一的追求价值成长的思路将得到扩展，市净率、股息率等指标将受到更多重视。

我们相信，股权分置问题的最终解决将奠定 A 股市场长期发展的基础，是 A 股市场走向完善和成熟的一个重要里程碑。同时，解决股权分置问题只是迈出了制度性建设的重要一步，中国资本市场运行基础的完善离不开大股东缺位、内部人控制等根本缺陷的解决，我们还有相当长的路要走。

二、全流通变局下的 A 股市场定价

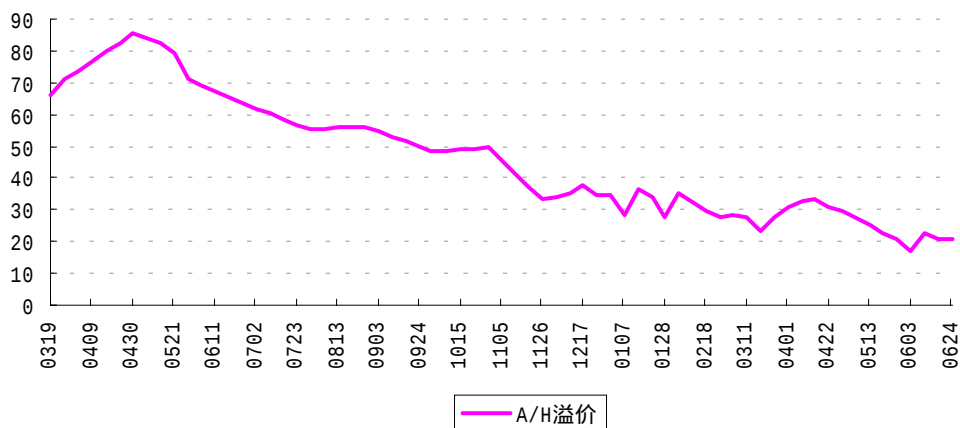
2.1 H 股定价水平将继续成为重要参考

在二季度投资策略报告中，我们提出，“大规模的扩容将改变 A 股市场的供需关系，导致原先偏低的股权风险溢价及预期投资回报率回升到合理水平，从而使 A 股市场的整体定价水平形成持续下降趋势”。“在“A+H”发行的冲击面前，H 股或香港市场的定价水平更可能成为 A 股市场的参考”，“目前两地市场定价差异将近 20%。预计“A+H”发行的冲击将 A 股市场定价水平下降约 5%甚至更多”。从实际情况看，受股权分置改革的影响，二季度扩容与“A+H”发行预期并未对定价水平形成下降压力；但股权分置改革同时也产生了强烈的供给增加预期，使得 A 股市场定价偏高的基础——即风险资产供需关系的不平衡——受到严重冲击，其效果甚至较扩容与 A+H 发行预期更为巨大，并在二季度上证指数、市场整体市盈率、A-H 股溢价快速下跌并创下 1996 年以来新低等现象中得以体现。

延续这一思路，我们认为在全流通变局下，H 股或香港市场的定价水平将继续成为 A 股市场的重要参考。综合上述关于中国上市公司治理问题的讨论，我们认为，基于中国上市公司（H 股）所存在的诸多治理问题，国际投资者要求的高股权风险溢价与低市盈率具有一定的合理性。尤其是考虑到 H 股处于一个完全开放的市场而 A 股处于一个相对封闭的市场的状况，我们倾向于认为前者的定价水平更具合理性。而 A 股偏高的定价水平主要产生于以下两方面因素：首先是股权分置与市场分割条件下的风险资产供需关系的不平衡，这一因素在股权分置改革形成的全流通预期下已经得到充分消化；其次是股权分置改革中可能形成的对价补偿预期，而据第二部分的分析平均而言对价补偿幅度并不会太高。这样，我们认为即使考虑潜在的对价补偿，A 股定价仍处于一个略为偏高

的水平，继续存在向 H 股靠拢的趋势。并且，从长期看，A 股与 H 股价格的接轨将随着资本市场的改革与开放而最终完成（包括通过对价补偿措施）；而在短期内，这一接轨趋势可能不断受到股权分置改革等政策变量的强烈干扰，例如近期 A-H 股溢价的剧烈波动即可归结为对投资者关于对价补偿幅度预期的剧烈波动。

图 1 A-H 股近一年平均历史溢价（更新）



资料来源：招商证券研发中心。

在宏观经济增速与企业盈利水平存在见顶回落趋势的背景下，我们认为有必要继续强调 A 股与 H 股价差将继续缩小甚至出现倒挂的可能性。基于对风险及盈利前景更准确的了解与把握，在基本面向好时，国内投资者可能愿意降低对股权风险溢价的要求并接受较高定价水平，这时的本土化定价具有较高的合理性，H 股价格将表现出向 A 股靠拢的趋势，例如中海发展、东方电机等公司表现为 A 股价格领先于 H 股上升。但在基本面向淡时，更早看到盈利不利前景的国内投资者可能只愿意接受更低的定价水平，这一现象已经越来越多地发生在海螺、万科、兖煤等行业周期见顶的公司上；同样地，若宏观经济出现了严重的不利信号，A 股市场整体定价水平低于 H 股市场的现象就有可能发生。

2.2 与香港市场定价水平的比较

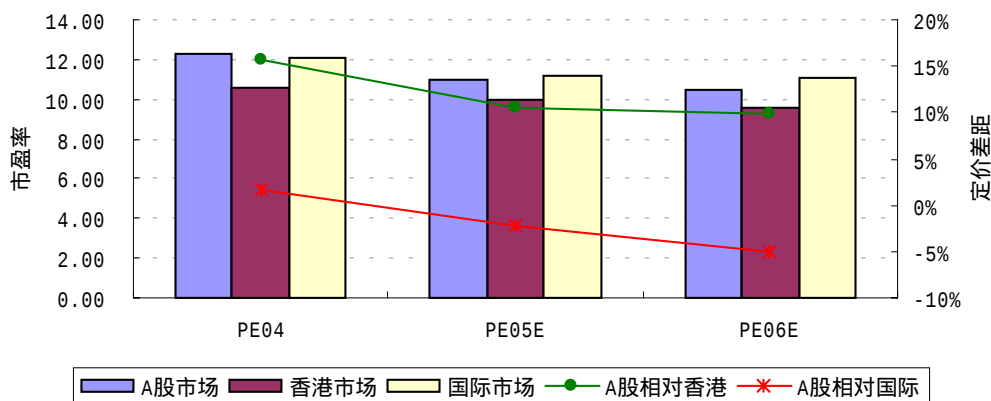
我们更新了二季度策略报告中关于 A 股与香港市场定价水平比较的数据（6 月 10 日上证指数 1100 点附近）。二季度的调整使 A 股市场定价水平日益合理。蓝筹公司的定价水平已经低于国际市场，04-06 年预测市盈率的差距分别为 1.75%、-2.21%、-4.95%；即使与香港市场相比，04-06 年预测市盈率的差距分别为 15.64%、10.58%、9.93%，蓝筹公司定价水平偏高的幅度已经只有 10%。

这意味着在前期 1000 点附近，蓝筹公司已经基本上不存在估值压力。正如我们在 6 月份投资策略报告所讨论的，在近十年的时间里，A 股市场所经历的只是一个估值泡

沫的产生与破灭，而 6 月份正是这一泡沫破灭的最终阶段。显然，在定价回归到合理水平之后，A 股市场之后的变动趋势将取决于以下两方面因素的变动：投资者对全流通补偿幅度的预期、宏观经济与企业盈利的变动趋势。

分行业看，电器、计算机、元器件、软件、电信、半导体、媒体等信息技术类行业与香港市场普遍具有较大的定价差距，估值压力仍然较大；航空、机场、公路、航运、港口等交通运输类行业也是定价较高的一类群体，可能与这些行业所处的发展阶段有关，但受进出口增速回落影响，航运、港口等行业前景也正在发生变化，业绩增长前景对高定价的支撑正在减弱。医药因中药子行业的独特性而获得了 A 股市场投资者普遍的认可，但目前定价确有偏高嫌疑。水泥、煤炭、银行、汽车、钢铁、有色、石化、房地产、造纸等周期性的投资品行业目前普遍具有接近甚至较香港市场为低的定价水平，不过依据上文的分析，这种现象应与 A 股投资者预期国内经济见顶回落的担忧有很大关系，而 A 股定价低于 H 股的公司也主要存在于这些行业中。最后，酒精饮料、食品等非周期性消费品行业定价水平与香港市场及国际市场基本相当，这些对经济周期最不敏感的行业看起来仍将是未来最好的防御型品种。

图 2 A 股市场相对于香港市场及国际市场的整体定价差距



资料来源：招商证券研发中心。

表 1 A 股市场的行业定价水平及与香港市场及国际市场的比较

一级行业	二级行业	A 股样本 市值 (百万 美元)	A 股市场			香港市场			国际市场		
			PE	预测 今年 PE	预测 明年 PE	PE	预测 今年 PE	预测 明年 PE	PE	预测 今年 PE	预测 明年 PE
基础 原材 料	石化	43357	7.96	7.32	7.41	9.20	7.82	8.43	11.33	9.66	9.99
	化肥	2994	14.14	10.35	8.88	N.A.	N.A.	N.A.	14.62	14.44	14.85
	钢铁	18016	6.80	5.87	6.14	5.18	5.75	5.51	4.87	4.90	5.84
	有色	3157	9.78	7.38	6.40	8.60	7.68	7.82	13.24	10.04	9.97
	煤炭	7404	10.80	7.93	7.60	9.96	7.44	7.72	14.82	12.37	9.27
工 业	水泥	1057	8.57	17.10	12.72	9.95	14.87	11.68	13.67	11.79	10.56
	工程机械	930	10.85	12.95	10.57	N.A.	N.A.	N.A.	16.20	13.14	11.45
	造纸	1160	13.91	10.00	8.66	15.11	14.17	10.98	14.65	16.04	13.09
周期性 消费品	汽车	4113	8.20	11.63	11.10	9.70	11.37	11.21	13.62	9.91	9.10
	房地产	4520	13.82	12.87	11.36	17.10	15.49	12.96	14.22	18.01	15.90
	电器	3096	16.62	19.83	19.34	10.77	10.67	8.15	15.36	19.73	18.26
非周期 性消费 品	酒精饮料	6853	24.93	22.46	19.94	22.96	21.35	17.83	17.79	18.18	16.33
	食品	2124	20.45	17.13	15.26	15.79	17.96	15.08	16.07	14.76	13.04
	纺织服装	2053	13.83	10.63	8.60	14.04	12.26	9.04	18.53	17.52	15.47
	医药	5080	23.63	19.97	17.03	12.83	12.00	10.66	18.49	18.41	16.91
	零售	1039	26.65	22.60	19.30	20.39	17.99	15.13	19.09	18.23	16.25
信息 技术	软件	977	15.91	19.58	17.61	12.83	12.03	12.30	20.18	19.67	17.91
	计算机	3350	20.41	19.70	23.99	12.13	11.39	9.99	20.05	19.29	16.73
	半导体	479	33.78	30.88	23.94	13.49	21.57	16.51	18.69	20.93	17.31
	元器件	1476	13.15	10.83	12.37	6.86	6.61	5.30	16.03	19.52	14.71
金融	银行	16544	16.60	14.27	11.80	14.73	13.87	12.75	12.94	11.47	10.53
通信	电信	9540	19.25	17.65	16.77	11.84	11.60	11.09	14.98	13.11	11.52
	媒体	3082	31.65	25.30	26.22	21.98	19.22	16.42	21.52	19.80	19.39
交通 运输	航空	1957	22.95	23.97	19.99	10.24	12.45	10.29	12.48	13.35	11.80
	航运	3848	15.30	10.75	11.61	12.37	8.82	8.22	7.92	8.54	9.85
	机场	4559	24.02	21.04	18.16	14.68	13.07	12.07	17.19	15.83	14.70
	港口	7571	24.06	19.87	17.55	N.A.	N.A.	N.A.	20.33	16.99	14.94
	公路	12366	23.75	21.54	18.66	19.60	17.84	14.58	22.54	20.37	18.00
公用事 业	电力	27130	16.44	14.99	13.35	12.67	11.98	11.27	14.33	13.98	12.83
	水务	2446	20.26	18.75	17.36	N.A.	N.A.	N.A.	12.99	13.95	12.37
平均		202276	12.28	10.98	10.50	10.62	9.93	9.55	12.07	11.23	11.04
A 股与其差距						15.64%	10.58%	9.93%	1.75%	-2.21%	-4.95%

资料来源：招商证券研发中心。

图3 A股市场相对于香港市场的行业定价差距

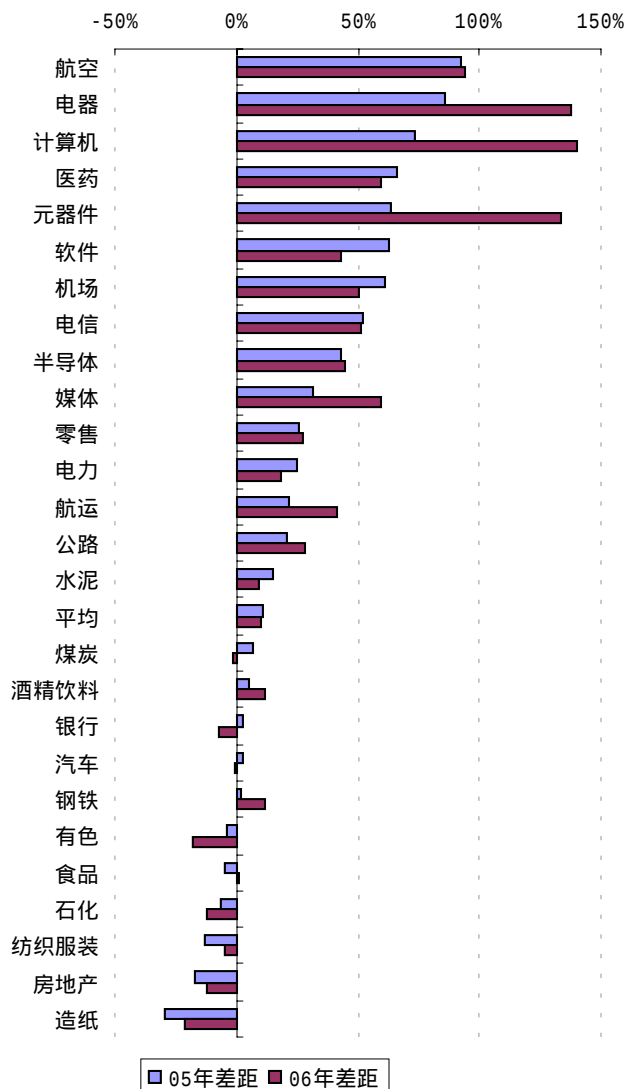
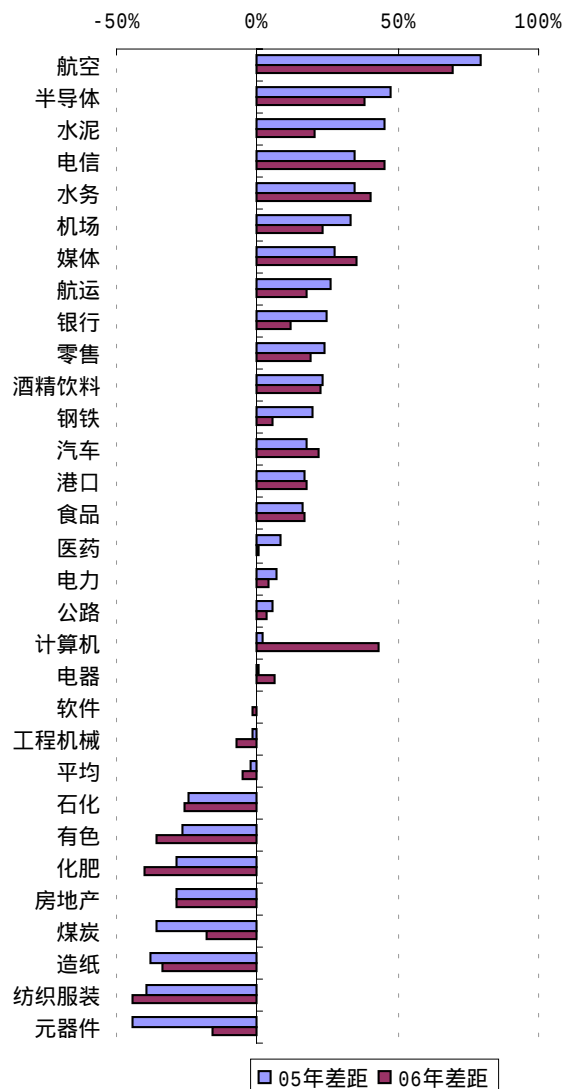


图4 A股市场相对于国际市场的行业定价差距



资料来源：招商证券研发中心。

2.3 多阶段股利贴现模型下的 A 股市场合理定价水平

2.3.1 多阶段股利贴现模型

除了与国际市场或是香港市场的比较以评价 A 股市场定价的相对合理性之外，我们还希望使用多阶段股利贴现模型来评价 A 股市场在内因因素驱动下的合理定价水平。我们关心的是中国蓝筹公司的定价水平，沪深 300 指数的样本是我们考察的重点对象。我们将宏观经济与公司盈利的增长分为三个阶段，即显性期（超常增长阶段，本文估计为 2005-2014 共 10 年）、半显性期（过渡期，本文估计为 2015-2034 共 20 年）、稳定增长阶段，分别估计三个阶段的盈利与股利并加以贴现。静态市盈率的计算公式为

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \sum_{t=1}^m \frac{d_{1t} \times \prod_{s=1}^t (1+g_{1s})}{(1+K_1)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{d_{2t} \times \prod_{s=1}^m (1+g_{1s}) \times \prod_{s=m+1}^t (1+g_{2s})}{(1+K_1)^m \times (1+K_2)^{t-n}} + \frac{d_3 \times \prod_{s=1}^m (1+g_{1s}) \times \prod_{s=m+1}^n (1+g_{2s}) \times (1+g_3)}{(1+K_1)^m \times (1+K_2)^n \times (K_3 - g_3)} \quad (1)$$

其中:

d_{1t}, d_{2t}, d_3 分别为显性期、半显性期及稳定增长阶段的派现率, 我们假定派现率直到稳定增长阶段之前将逐步上升;

g_{1s}, g_{2s}, g_3 分别为显性期、半显性期及稳定增长阶段的盈利增长率, 我们同样假定增长率在达到稳定增长阶段之前一直处于变动中;

K_1, K_2, K_3 分别为显性期、半显性期及稳定增长阶段的股权资本成本。

m, n 分别为显性期、半显性期的年限。

3.3.2 主要参数估计

(a) 无风险利率

BLOOMBERG 通常选用十年期国债到期收益率作为无风险利率的估计值, 这一收益率包含了对长期通货膨胀率的预期, 对应的股权资本成本 (预期收益率) 也必须包含这一因素, 则下文的股利 (盈利) 预测也将考虑通胀因素的影响。6 月 10 日中国银行间市场国债到期收益率曲线上十年期的数值为 3.6%, 我们采用该值作为 A 股市场无风险利率的估计值。

同时, 从美国历史看, 1926-1997 年期间长期国债收益率为 5.6%, 对应的通胀率为 3.2%, 即长期国债的真实收益率约为 2.4%。目前中国十年期国债到期收益率仅为 3.6%, 我们估计其中包含的中国经济的长期通胀率不超过 2%。

(b) 股权风险溢价

股权风险溢价 (Equity Risk Premium) 定义为股票市场组合的预期收益率和无风险利率的差值。有两种计算方法, 一是从历史的角度计算股票的历史收益率与无风险收益率之间的差距 (追溯法); 二是在预测未来股利 (盈利) 的基础上计算股票隐含的预期收益率, 而后扣减无风险收益率 (预测法)。

追溯法需要有相当长时间的交易数据才能得出有意义的结论, 但选择不同方法、不

同历史时间段数据得出的结果将具有很大差异。关于美国股市的股权风险溢价，较典型的有 Ibbotson(1998)利用美国 1926-1997 年共 72 年数据计算得出的 7.4%(标普 500 指数相对于 20 年期长期国债的股权风险溢价)，另外几个研究(Mehra 和 Prescott, 2003, Constantinides, 2002, 等)测算的结果因方法 and 时间段差异大约在 4.1-8.4%之间。一些学者认为生存偏差可能导致这些结果高估了实际的股权风险溢价，同时也有学者认为战后美国股市的股权风险溢价不断下降，是导致 90 年代大牛市的重要原因。

关于 A 股市场的股权风险溢价，廖理、汪毅慧(2003)采用 1997 年到 2001 年数据测算的 A 股市场相对于一年期银行存款利率的股权风险溢价水平为 8.29%，其他研究也有类似结论。但中国股市历史时间仍然较短，初创期投机性机强且波动剧烈，即使是测算采用的历史数据不同将对结果产生相当大的影响：如果考虑近几年熊市的影响，采用追溯法计算的 A 股市场股权风险溢价将大幅下降，但实际上近几年 A 股市盈率下降幅度更大，意味着隐含的股权风险溢价大幅上升。我们认为追溯法可能并不适用于 A 股市场。

预测法面临的最大问题来源于对未来股利(盈利)预测的准确性，但这可以通过综合市场上主要研究机构的预测结果一定程度上得到解决，结果的可靠程度应该更高。BLOOMBERG 采用这一方法测算的美国股权风险溢价为 5.5%，也基本上符合使用追溯法测算的结果，可以作为成熟资本市场股权风险溢价的基准。

通常认为需要对新兴市场考虑约 2%的国家风险溢价(FTC)。对于 A 股市场可能还需要考虑为公司治理缺陷而额外要求的股权风险溢价补偿。BLOOMBERG 目前测算的 A 股市场股权风险溢价为 8.30%。我们发现这个数值与去年 9 月份时所给的 6.9%相比已经有很大程度的提高，这与我们在去年四季度的研究结论相一致：A 股市场因为供需关系不平衡，导致隐含的股权风险溢价偏低与定价水平偏高，全流通、国际化、大规模扩容、投资者结构变化等因素将促使市场供需关系回归合理状态，股权风险溢价将因此上升并带来定价水平长期下降压力。经过近一年的调整后，A 股市场定价偏高的系统性风险已经得到很大程度的释放，股权风险溢价偏低的情况已经得到修正，目前这个数值甚至已经上升到略高于香港市场的水平(由此也可见若不考虑资金成本差异，A 股定价水平有可能低于 H 股)，基本上能够反映中国的国家风险以及上市公司的治理缺陷。

依据上文的分析，我们可以对未来 A 股市场股权风险溢价的演变趋势做如下推断。显性期(与下文经济增长预测相对应，不妨假设这一阶段需要十年时间)将是 A 股市场发生内在变化的重要阶段。当投资者进一步认识到中国上市公司的治理缺陷后，结合全流通或大规模扩容带来的供给增加预期，短期内股权风险溢价仍有可能继续上升，但我们估计这两者的影响幅度应该都比较有限，估计约 0.5%，否则可能造成短期的定价偏低。此后随着股权分置改革及制度性建设的推进，上市公司治理水平将在相当程度上得到改善，可以预期股权风险溢价将下降 0.5%以上。因此，我们估计显性期(与下文经济增长预测相对应，假设这一阶段需要十年时间)的股权风险溢价将较目前水平有所下

降，平均为 8%。此后随着资本市场的发展与完善，上市公司的治理水平将进一步提高，我们估计半显性期的股权风险溢价可望下降到 7.5%，稳定增长期将下降到 7%，最后仍应略高于目前发达市场 6.5% 的平均水平。

（c）股权资本成本

结合上述分析结果，我们估计显性期、半显性期、稳定增长期用于贴现的股权资本成本分别为 11.5%、11.0% 和 10.5%。

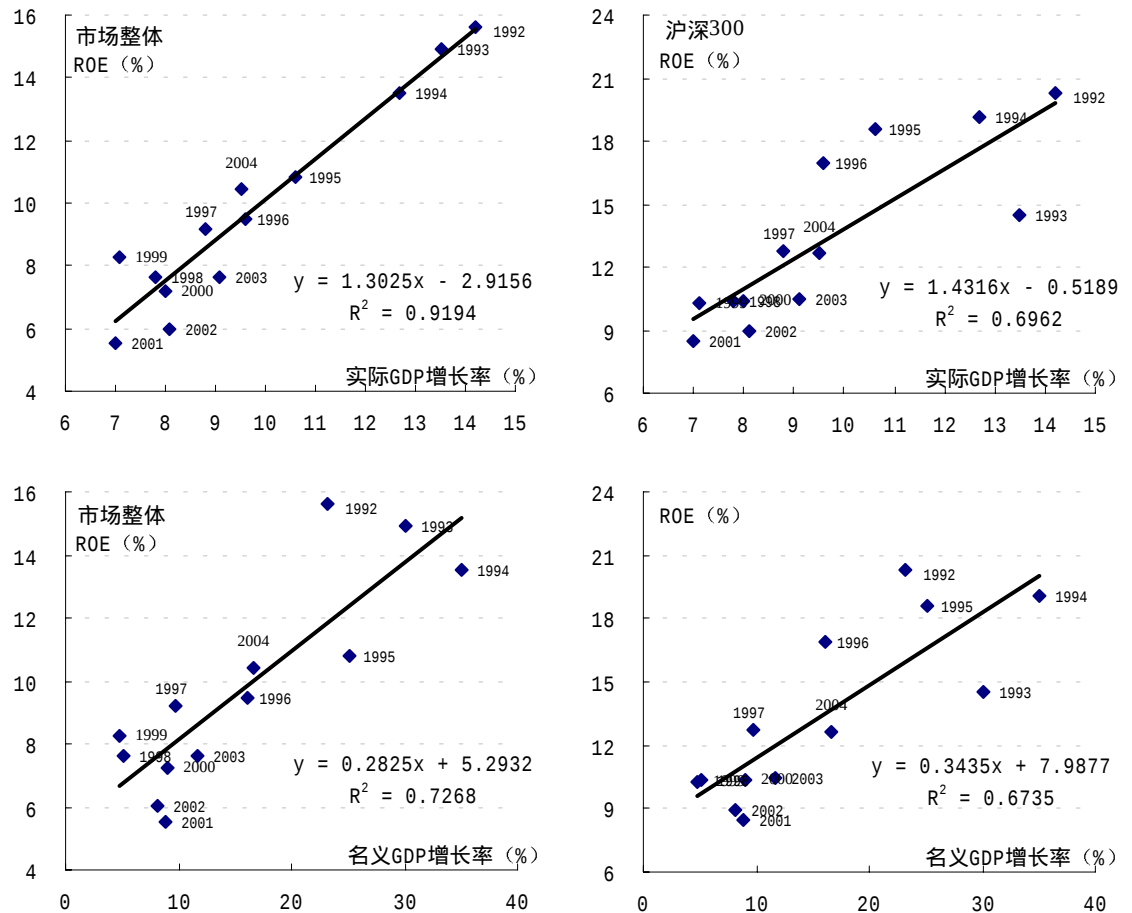
（d）经济、盈利及股利增长率

我们将通过考察经济活跃程度与上市公司净资产收益率之间的关系，预测未来 ROE 的短期变动；结合可持续增长以及公司治理改善等方面因素的考虑，预测未来 ROE 的长期变动；进而转化为对上市公司盈利增长率的预测。

经济学家普遍认为中国经济还能以 7-8% 的速度保持 10-20 年的增长。林毅夫（2003）从分析中国经济增长的决定因素着手，预测中国在未来 2004-2014 年间经济的增长速度仍然能够保持在 8.5% 左右，此后再 10 年能够保持在 7% 以上的增长速度。宋国青预测在未来 10 年 20 年，中国的经济增长可以达到 7%-8%，特别是前 10 年肯定在 8% 以上。国务院发展研究中心同样预测“十一五”时期（2006-2010 年）中国 GDP 年均增长速度将保持在 8% 左右。参考这些研究，我们估计未来 10 年平均 GDP 增速在 8% 左右。

同时，我们认为需要考察未来几年的 GDP 增速，以反映经济见顶回落到恢复至正常增长水平的轨迹。2004 年宏观调控之后经济总体上仍呈现高位运行态势，但我们预计在 2005 年二季度开始的新一轮调控之后，出口和投资的高速增长都难以持续，经济见顶回落将是必然趋势。中央对改变经济增长模式的要求也决定了之前依靠大规模投资拉动经济的情况将难以再现。参考上述经济学家的观点以及与宏观经济研究员沟通的结果，我们预计 05-07 年的实际 GDP 增长率分别为 9%、8.5%、8%，07-14 年期间保持 8% 的经济增速。我们假定 2014 年之后经济增长进入过渡期，增速从 8% 开始缓慢回落。考虑中国城市化的进程中资本和劳动力投入的贡献，我们假定用 20 年时间进入成熟阶段。亚洲的新兴市场国家过去 15 年间的平均增长率在 4-6% 之间，而发达市场则在 2-3% 之间，美国接近 3%。依据这些经验值，我们预计 2034 年进入成熟增长阶段之后中国经济仍能保持每年 3% 的增长。考虑 2% 的通胀因素后经济的长期名义增长率预测值将为 5%。

图5 A股市场整体盈利水平与经济景气程度高度相关



资料来源：招商证券研发中心。

从中国股市历史看，上市公司的净资产收益率波动与宏观经济的活跃程度关系密切。92-04 年市场整体及沪深 300 指数的 ROE 与实际 GDP 增长率的相关系数分别为 0.92 和 0.69；与名义增长率的相关系数稍低，仍有 0.73 和 0.67。这种现象可以从投资是经济的主要拉动力量、上市公司主要由上游基础原材料行业构成、公司治理不完善导致利润转移动机受经济活跃程度影响等方面理解。无论如何，我们可以预见在未来经济见顶回落的过程中，上市公司整体的净资产收益率水平将随之下降。沪深 300 指数 2004 年净资产收益率为 12.65%（剔除亏损股后为 13.23%）。我们使用 1.43 的系数估计 05-07 年期间经济增速回落对沪深 300 指数 ROE 的影响，并由此估计 07 年之后 8% 的 GDP 增速对应的 ROE 水平将为 10.51%，这大约相当于 97-04 年期间对应 8.18% 的 GDP 平均增长率时沪深 300 指数 10.53% 的 ROE。

显性期（2005-2014）将是 A 股市场关键的改革阶段。我们相信随着 A 股市场的发展与治理水平的改善，上市公司原先偏低 ROE 的状况将得到很大改善，这构成本文测算的一个至关重要的假设。市场整体与沪深 300 指数 97-04 年期间平均 ROE 分别为

7.73%和 10.53%，若此收益率得以长期维持，A 股市场将属于典型的投资低回报的资本杀手，从而可能只具有非常低的市盈率水平（相关分析可以参考《2005 年 5 月份投资策略报告》）。因此，我们假定股权分置改革等制度性建设对治理水平的提升、资本市场的发展等因素将使上市公司的盈利能力逐步提升，这将构成此阶段盈利（股利）增长的一个主要动力。同时，目前发达市场国家的平均 ROE 水平在 14%左右（S&P500 近十年平均值为 14.03%），新兴市场国家更高但可能与目前经济运行状况有关。我们假定沪深 300 指数的 ROE 将在显性期内逐步提升至 14%并得以长期维持。

显性期内的经济增长也将推动上市公司销售收入的增长，但在 ROE 未上升到合理水平之前，依靠外部融资支持的增长不仅无法创造价值，甚至可能损害原有股东的价值，因此我们不考虑显性期经济增长对盈利的推动作用，附表中计算的此阶段盈利增长率小于 GDP 增长率即是由此造成。显性期的盈利增速由 ROE 变动和派现率决定：

$$g = \frac{E_1}{E_0} - 1 = \frac{ROE_1 \times BV_0 \times [1 + ROE_1 \times (1 - d)]}{ROE_0 \times BV_0} - 1 = \frac{ROE_1 \times [1 + ROE_1 \times (1 - d)]}{ROE_0} - 1 \quad (2)$$

而在过渡期与成熟期阶段，我们则假定上市公司盈利增长速度与 GDP 增长速度相当。这也符合经济长期名义增长率对盈利长期增长率的限制要求。否则，上市公司盈利占 GDP 的比例将无限上升，这显然是不可能的。

（e）派现率

目前沪深 300 指数的派现率为 38.4%，按 12.65%的净资产收益率计算，不依靠外部融资大约可支持 8%左右增长，与实际 GDP 增长率大致相当，但小于名义 GDP 增长率，这表明即使是 A 股市场的蓝筹股目前尚不具备完全依靠留存收益支持增长对资本需求的能力。为简化测算，我们假定显性期（2005-2014）沪深 300 指数的派现率维持目前 38.4%的水平。对于半显性期之后的状况，我们假定留存收益比例至少需要支持相当于经济增速的增长，则派现率的上限为 $1 - g/ROE$ 。例如，在进入稳定增长阶段后，GDP 名义增长率将为 5%，按上文预测的 14%ROE 计算，64.29%的派现率将支持这一增长率。但这并不现实，上市公司倾向于将富余的盈利进行再投资（即使效率很低）也不愿作为股利派发。目前发达资本市场的平均派现率水平在 50%左右，我们将之作为稳定增长长期派现率的估计值，并估计派现率在半显性期将随着增长率的放缓而逐步上升至这一水平。

3.3.3 估值结果及敏感性分析

6 月 10 日沪深 300 指数的静态市盈率为 13.27 倍，而依据上述假设与参数测算的合理市盈率为 12.41 倍，这表明目前沪深 300 指数的市盈率已经基本上处于合理水平，高估程度不足 10%。这与上文通过 A 股市场与香港市场同行业公司定价水平比较得出的

结论是非常一致的。

我们对影响估值结果的几个主要参数进行了敏感性分析，结果表明，该模型测算的结果对过渡期股权资本成本、长期 ROE 水平这两个因素的变动最为敏感。我们认为这两个变量无一例外地指向了公司治理问题：股权分置改革与制度性建设的成败决定了 A 股市场长期股权资本成本及上市公司盈利能力；若公司治理能够在未来 5 年内得到质的飞跃，则 A 股估值水平有望得到大幅提升，否则，11-13 倍市盈率水平可能成为 A 股市场估值水平的长期写照¹。

最后，需要说明的是，该模型测算得出的沪深 300 指数的合理市盈率并不意味着定价水平与对应股票指数的下限。经济增速回落预期、股权分置及扩容带来的供给增加预期若被市场非理性放大，都可能导致市盈率在短期内低于这一合理值。而若经济增速回落的态势若超出预期，盈利水平下降的速度可能超出股价下降的速度，实际市盈率反而可能上升，估值将失去指导意义。

表 2 沪深 300 合理估值水平的单因素敏感性分析

	标准参数	估值因素发生 10%不利变动			估值因素发生 10%有利变动		
		参数	市盈率	变动幅度	参数	市盈率	变动幅度
显性期 GDP 增长率	8.00%	7.20%	11.66	-6.04%	8.80%	13.2	6.37%
稳定增长长期 GDP 增长率	3.00%	2.70%	12.04	-2.98%	3.30%	12.82	3.30%
长期通胀率	2.00%	1.80%	12.03	-3.06%	2.20%	12.81	3.22%
过渡期时间（年）	20.00	18.00	12.21	-1.61%	18.00	12.62	1.69%
GDP 影响 ROE 的系数	1.43	1.57	12.34	-0.56%	1.29	12.47	0.48%
长期 ROE 水平	14.00%	12.60%	10.89	-12.25%	15.40%	14.03	13.05%
超常增长阶段派现率	38.40%	34.56%	12.31	-0.81%	42.24%	12.47	0.48%
稳定增长阶段派现率	50.00%	45.00%	11.74	-5.40%	55.00%	13.08	5.40%
阶段 1 股权资本成本	11.50%	12.65%	11.82	-4.75%	10.35%	13.03	5.00%
阶段 2 股权资本成本	11.00%	12.10%	10.78	-13.13%	9.90%	14.44	16.36%
阶段 3 股权资本成本	10.50%	11.55%	11.81	-4.83%	9.45%	13.29	7.09%

资料来源：招商证券研发中心。

二、全流通博弈

3.1 全流通博弈模型的构造与假设

¹ 并且，我们认为我们并未低估上述参数，对股权风险溢价的下降（8%以上到 7%）及长期 ROE 水平的上升（10.51%到 14%）我们都给予相当正面的预期。若上述条件无法得到满足，则意味着 A 股市场合理估值水平仍有下调空间。

纷繁复杂的股权分置改革试点方案背后指向一个共同的核心问题，即流通股东与非流通股东之间的利益分配，或非流通股东需要（且愿意）为流通权向流通股东支付的对价。分类表决机制赋予流通股东一定的谈判能力，使股权分置改革成为一个博弈过程。我们构造了一个简易的模型来分析全流通博弈。通过这一模型，我们将可以判断非流通股东与流通股东可能的行为与结果，通过估计流通股东合理的含权预期，我们将可发现全流通博弈中的投资机会。

3.1.1 两类股东的定价预期

对于任一公司，我们都可以假定存在一个合理的全流通价格 $P_{\text{全}}$ 。这个价格将是企业内在价值的体现。为简化分析我们假定该值为一恒定值，不考虑经济、行业、投资者心理等因素变化对内在价值的影响。

经过多年的下跌，大部分 A 股的价格已经相当接近这一内在价值，尤其是占市场总市值比重较大的大盘蓝筹股（参考定价部分的分析）。但由于流通股东预期非流通股东在股权分置改革过程中需要支付一定的对价以换取流通权，我们定义含权预期 $\alpha \geq 0$ 使得 $P_{\text{流}} = (1 + \alpha)P_{\text{全}}$ ，即含权预期的存在使得目前流通股价格高于合理的全流通价格。

相当多的投资者（包括流通股东与非流通股东）认为，在股权分置体制下净资产成为非流通股东评价股权价值的一个重要标准，由此形成的一个认识误区，即非流通股将在全流通过程中实现以净资产计价到市价计价的飞跃，从而实现价值的大幅度提升。我们认为这是一种非理性的定价：股票资产的价格从来不以历史成本或账面价值计量，而以未来盈利能力计量，即便是流通性受到极大限制的非流通股东，也不愿纯粹以净资产值衡量其资产的价值，如果可以，他们更愿意选择市价进行计量。

流通股与非流通股拥有完全一致的未来股利现金流量，不考虑控制利益甚至进一步提高了非流通股的价值，则两类股票的价值差异仅在于流通权价值，而这也正是非流通股在全流通过程中的升值幅度。我们定义流通权价值 $\beta \geq 0$ 使得 $P_{\text{非}} = (1 - \beta)P_{\text{全}}$ ，即存在一个股权分置体制下非流通股东对其股份的理性定价，非流通价格 $P_{\text{非}}$ 将是合理的全流通价格减去流通权价值。

我们认为流通权价值主要体现在分散投资风险及择机减持的权利。刘力、王汀汀（2003）回顾了相关的文献。Merton(1969, 1971)认为，如果资产的交易受到限制，投资者无法最大化效用，引致的成本将使得资产价格产生折扣，小于资产具备充分流动性时的价值。Silber(1992)考察了 1981 ~ 1988 年间的 69 起私募发行的存信股票 (1etter stock, 这类股票在两年内不能上市交易)，发现了平均为 33.75% 的折价，大型蓝筹公司的平均折价率在 14% 左右，小公司在 54% 左右。Moroney(1973)研究了投资公司所持有的私募股票的折价情况，发现 10 只受限制股票的折价超过 50%。

Longstaff(1995a, 1995b) 用期权定价的方法给出了流通权价值的无套利上界, 在波动水平为 0.3、限制期为两年时, 折价大致为 38.6%。Kahl, Liu 和 Longstaff(2003)对此问题作了更进一步的理论分析, 给定 2% 的无风险收益率与 0.3 的波动率, 当限制期为 1 年时, 股票对持有人的价值只相当于其在没有交易约束状态下的价值的 95.4%; 当限制期延长到 5 年时, 这个比例就下降到 71.9%。

并且我们知道, 目前的非流通股东并非完全不能流通, 只不过是流通权受到严格限制而已。事实上, 非流通股东在国内协议转让的价格可以达到 1.2-1.5 倍市净率, 而目前 A 股市场平均市净率也仅在 1.7 倍左右, 甚至出现过以接近 A 股价格进行协议转让的案例(重庆啤酒、乐凯股份等)。如果没有政策限制, 非流通东将有机会通过国际市场(如 H 股市场)以公平价格出售股份。借用机会成本的概念, 非流通股的机会价格可能并不低。我们相信对于大型蓝筹公司而言, 流通权价值不会太过巨大, 我们估计为合理价值的 15%; 对于非蓝筹公司我们可以给予 30-40% 甚至更高的估计。

由于长时间处于股权分置体制下, 在股权分置改革的初期可能有相当部分的非流通股东还习惯于净资产定价模式, 而无法正确评估其股权价值。然而, 随着股权分置改革的进行, 非流通股转变为流通股并以市场定价的情况将越来越多, 特别是新老划断一旦推出后, 非流通股东将逐渐意识到非流通股也适用于市场定价, 并最终形成关于流通权价值与非流通定价的理性预期。

3.1.2 全流通过程中的损益

假设某上市公司的总股本为 n , 非流通股占总股本(实际上是境内总股本, 不考虑 B、H 股, 下同)比例为 r , 流通股(实际上是 A 股)占总股本比例为 $1-r$ 。在全流通的实现过程中, 某一公司的流通股价格将因含权预期的实现及供给的增加而回归到全流通价格, 流通股股东预期的损失为 $L = (P_{\text{流}} - P_{\text{全}}) \times n(1-r) = \alpha n(1-r)P_{\text{全}}$ 。非流通股价格将因增加了流通权价值而上升到全流通价格, 非流通股股东预期的获益为 $G = (P_{\text{全}} - P_{\text{非}}) \times nr = \beta nr P_{\text{全}}$ 。于是全流通的总收益, 即全流通创造的价值为

$$U_{\text{总}} = G - L = (P_{\text{全}} - P_{\text{非}}) \times nr - (P_{\text{流}} - P_{\text{全}}) \times n(1-r) = \beta nr P_{\text{全}} - \alpha n(1-r)P_{\text{全}} \quad (3)$$

如果投资者都是理性的且都能给出合理定价, 流通股东的损失应小于非流通股东的获益, 全流通将是一个创造价值的过程, 即 $U_{\text{总}} > 0$ 。否则, 全流通过程中必将有一方遭受额外损失, 从而博弈难以进行。这是股权分置改革得以实现的前提条件, 后文我们将加以论证。

非流通股东为了获得收益 G , 必须向流通股股东支付总价值为 $x \geq 0$ 的对价以换取流通权, 流通股股东则将以这一对价弥补其损失 L 。当对价方案得到双方以 2/3 多数通过时, 全流通得以实现, 流通股股东获得 $-L + x$ 的收益, 非流通股股东获得 $G - x$ 的收益。当有

某一类占 1/3 以上的股东给出否决意见，对价方案将被否决，单期博弈结束，双方均不发生损益。

假设存在代表博弈双方谈判能力的参数 $\lambda \in (0,1)$ 使得非流通股东愿意支付的对价占其预期收益的一定比例 ($x = \lambda G$)。至于对价以何种具体方式表现，如送股、缩股、发送权证等，最终仍将转化为其中包含的对价幅度，不影响本文分析的结论。我们认为谈判能力与公司的股权结构有很大关系，股权集中度越高，谈判能力越强，一致行动可以增强某一类股东的谈判能力；决策层的压力、上市公司的融资需要等因素可以在一定程度上改变双方的谈判能力。这些情况我们将在后文加以详细分析。

此外，就企业而言，全流通将减少股权分置造成的代理成本，改善上市公司的治理水平，从而增加上市公司的整体价值。如果这种改进效应比较大的话，甚至可能出现全流通价格大于目前的流通股价格的情况。不过，这块价值增加将由全体股东依照股份比例共享，在本节讨论的博弈中不考虑此因素的影响。

3.1.3 假设条件

为简化博弈的分析，我们有以下重要假设：

假设所有的流通股东都属于风险规避型投资者，都具有相同的效用函数，对博弈的策略和结果都能形成相同的认识；所有的非流通股东也是如此。这意味着如果某种策略的结果对单个股东是有利的，对其余的股东必然也是有利的，因此可以认为每个股东群体的行为将是一致的。例如，在流通股东持股分散的情况下，如果单个流通股东认为同意全流通是有利的，那么其余的流通股东也将有相同的认识。

假设不存在时间价值。这意味着对价何时兑现对股票价值没有影响，且博弈的次数与持续时间不影响股票价值。

假设博弈的进行（分类表决）不需要成本。

假设股票市场始终保持良好的流通性。

假设博弈双方可以对公司的投资价值得出理性准确的判断，信息（特别是关于股票价值的信息）对双方都是完全的。

假设解决股权分置问题存在最后期限。管理层可能希望在给定时间内解决该问题，这意味着全流通博弈将是有限次博弈。

3.2 全流通博弈的策略与结果

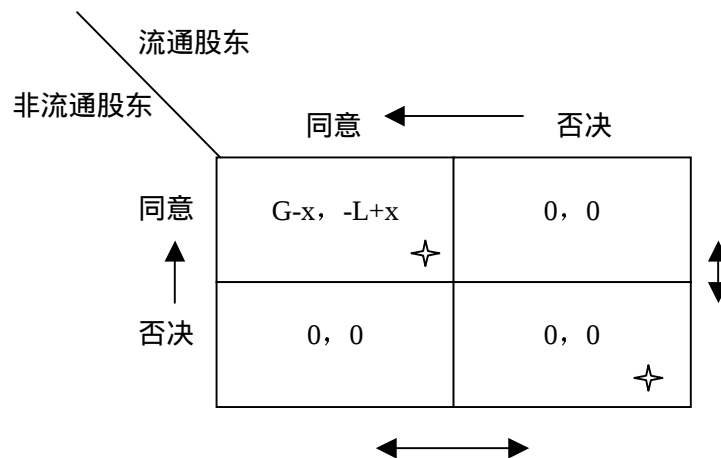
单个公司的单期全流通博弈可以分解为三个阶段。在定价阶段，流通股东选择其预

期的对价幅度 α ，或者说流通股价偏离合理定价的程度以及未来可能承受的损失 L 。在谈判阶段，非流通股东判断流通权溢价 β 以及预期获益 G ，流通股东基于其预期损失 L 与非流通股东进行谈判，依据双方的谈判能力 λ 提出一个核心内容为对价总额 $x = \lambda G$ 的股权分置改革方案。一般而言，我们假设总是方案由占主导地位的非流通股东提出，当然也存在由流通股东提出的可能性。在表决阶段，非流通股东和流通股东对股权分置改革方案进行分类表决。若方案通过，全流通得以实现，博弈结束。若方案被否决，流通股东与非流通股东重新决定参数并进入下一期博弈。我们将从分析第三阶段的博弈入手，并倒推到第一阶段的决策。

3.2.1 分类表决阶段的策略与博弈

当对价总额为 x 的股权分置方案被提交股东大会表决后，非流通股东与流通股东只有两种策略，同意或否决。

图 6 分类表决阶段的博弈



资料来源：招商证券研发中心。

当 $G-x>0$ 时，即当非流通股东的获益小于其需要支付的对价时，非流通股东的弱优势策略是同意全流通。当 $-L+x>0$ 时，即当流通股东的损失小于其将获得的对价时，流通股东的弱优势策略也是同意全流通。当下式

$$G = \beta P_{\text{全}} n r > x > \alpha P_{\text{全}} n (1-r) = L \quad (4)$$

满足时，纯策略（同意，同意）将是该博弈的弱优势策略，并且所有的混合策略（以一定概率同意，以一定概率否决）的收益均小于这个纯策略。因此这个博弈虽然有两个纯策略的纳什均衡，即（同意，同意）、（否决，否决），但只有纯策略（同意，同意）

才是博弈的解或者说实际的结果。全流通问题将得到解决。非流通股东和流通股东至少可以保证不在全流通过程中受损，因此该博弈将实现帕雷托最优。注意到在上述情况下，只要 α 、 β 处于合理范围内，式 3 中的 $U_{\text{总}} > 0$ 将总是成立，这也是我们说全流通必须是一个创造价值的过程的原因。反之，当式 4 无法满足时，必将有一方否决方案，但双方均不会产生损失。

综合上述分析，我们有如下结论：

当博弈进入分类表决阶段，只要全流通是一个创造价值的过程，博弈双方至少可以保证不受损。在对价小于非流通股东因获得流通权而带来的获益，并大于流通股东因含权预期而受到的损失时，全流通将得以实现。

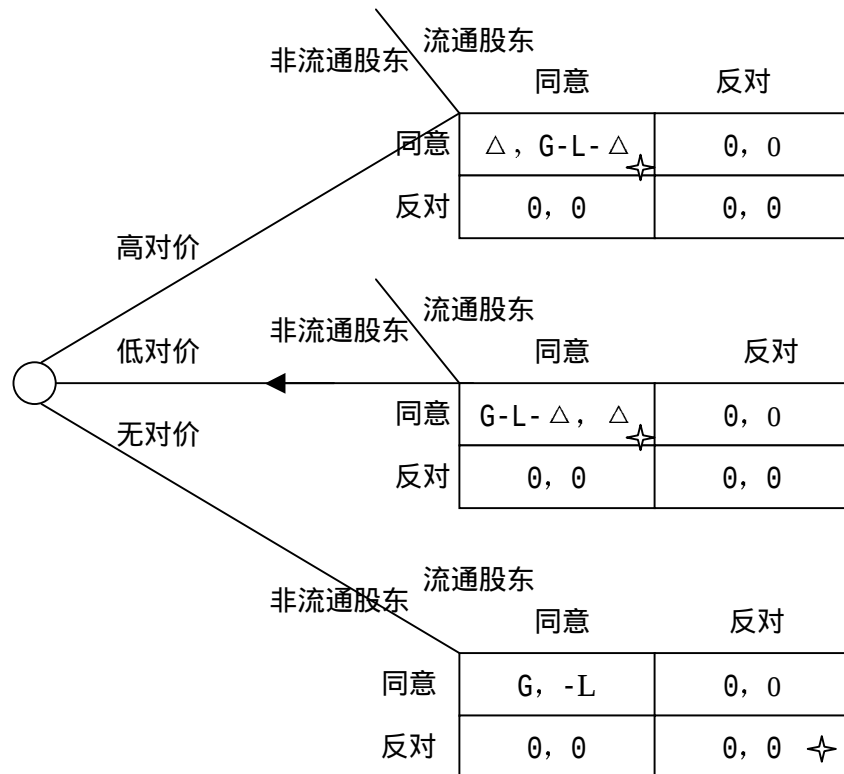
3.2.2 谈判阶段的策略与博弈

式 3 意味着只要进入分类表决阶段，对价总额处于合理区间的方案都将被通过。但式 3 只给出了对价总额的可能范围。实际上，对价总额将在谈判阶段依据博弈双方因股权结构造成的谈判能力差异得以确定，这就有必要考虑非流通股东在谈判阶段提出对价方案的策略。我们将首先讨论几种极端的股权结构（最常见的状况为集中的非流通股东与分散的流通股东）下的博弈，并在下一部分拓展到一般情况。

（a）情况 1：集中的非流通股东与分散的流通股东

在这种情景下，非流通股持股情况非常集中，极端情况是一位非流通股东持有全部非流通股，可以决定提出方案的时机与对价总额；流通股东持股情况则非常分散，极端情况是原子型股东结构，从而无法进行讨价还价。不考虑其他因素影响，可以假定谈判能力 $\lambda = 0$ 。占有谈判优势的非流通股东在进行分类表决之前有几种策略可以选择，对应三种对价幅度不同的全流通方案，即高对价（将所有预期获益 G 大部分用于补偿流通股东的损失 L ，极端情况是 $\lambda = 1$ ，非流通股东仅获得 $\Delta \rightarrow +0$ 的利益）、低对价（对价略高于流通股东的预期损失，为换取较高的同意程度，可能再加上 $\Delta \rightarrow +0$ 的对价）和无对价（ $\lambda = 0$ ）方案。对于流通股东而言，只要对价稍高于损失，流通股东的优势策略依然是同意全流通。预期到流通股东的这种策略，非流通股东将首先提出低对价而非高对价方案，因为对价越低对其越有利。无对价全流通方案将导致流通股东的损失，因而无法被流通股东通过，即使流通股东完全没有谈判能力；而非流通股东事前也不会提出这种方案，分类表决对流通股东的保护在此得到体现。使用逆向归纳法分析可知，低补偿策略构成子博弈完美均衡，因而成为博弈的解。

图 7 谈判阶段的博弈



资料来源：招商证券研发中心。

由于谈判能力差异，非流通股东给出的对价将一直降低到逼近流通股东的心理底线，直到对价低至仅仅能够弥补全流通造成的损失，即

$$x = L = \alpha n(1-r)P_{\text{全}} \quad (5)$$

此时流通股东在选择同意与否决之间无差异。实际情况中，考虑到流通股东可能是风险厌恶的投资者，非流通股东给出的对价额将稍高于损失，并享有绝大部分全流通所创造的价值。

归结而言，当流通股东因股权分散而没有谈判能力时，非流通股东并不愿（也无须）给出额外的让利，流通股东并没有（也无法）获得额外的利益。这一结果正体现了博弈论的精髓：在全流通博弈过程中，从自身利益最大化角度出发，处于强势地位的非流通股东所支付的对价将正好能够补偿处于弱势地位的流通股东所受到的损失，并享有绝大部分全流通所创造的价值。股权分置问题仍能得到解决，任何偏离这一均衡的行为都是不理性的。

（b）情况 2：单一的非流通股东与单一的流通股东

非流通股持股情况非常集中，流通股东持股情况也非常集中，极端情况是非流通股

东和流通股东都只有一位。在方案设计时，流通股东可以要求在获得补偿之外参与分享全流通创造的价值。非流通股东仍能获得一部分的利益，因此方案仍可通过。当双方谈判能力一样时（ $\lambda = 0.5$ ），博弈结果将是双方共同分享全流通创造的价值，即补偿额

$$x = 0.5G > L \quad (6)$$

（c）情况 3：分散的非流通股东与单一的流通股东

此时流通股东占有谈判优势，假设由其提出全流通方案。持股分散的非流通股东相对于流通股东而言没有谈判能力。只要流通股东要求的对价略小于非流通股东的获益，非流通股东将选择同意全流通方案。基于这样的预期，流通股东将首先提出高对价方案，因为对价越高对其越有利。流通股东要求的对价将一直提高到逼近非流通股东的心理底线。最极端的情况是对价额等于非流通股东所有可能的获益，即

$$x = G \quad (7)$$

此时非流通股东在选择同意和否决之间无差异。实际情况中，对价应稍低于非流通股东的可能获益。

在情况 2、3 时，拥有谈判能力的流通股东将可能获得超过其损失的对价，从而为流通股东在第一阶段拥有高含权预期提供了条件，这种情况我们将在下文继续分析。需要说明的是，流通股东拥有持股高度集中，从而具有巨大的谈判能力的情况在 A 股市场并不多见，机构投资者持股数量较多的公司容易形成合谋局面从而拥有一定谈判能力，但仍只是松散的联盟。非流通股东持股高度分散、无法影响投票结果的情况也非常少见；即使存在，也可能产生几个大的非流通股东在共同利益下形成合谋的局面，从而转变为第二种情况的博弈。同时，如果流通股东要价太高，非流通股东也可以选择否决全流通，且可能受到监管部门与主管部门的干预，通过收购、征集代理表决权等方式获得足够的投票权从而强势的谈判能力仍面临较大的风险。整体而言，流通股东很难形成强势的谈判能力。

（d）情况 4：分散的非流通股东与分散的流通股东

此情况是 1、3 情况的结合。只要给出的全流通方案的的对价 x 满足式（3），都有可能获得通过。此时博弈的解仍将是双方共同分享全流通创造的价值，同第二种情况。但是这种情况并不稳定，随时可能通过股权收购或投票权争夺向第一或第三种情况转变。

综合上述分析，我们有以下结论：

当全流通博弈进入谈判阶段，博弈双方将依据其因持股集中程度差异造成的谈判能力差异决定全流通创造的价值值的分配。持股集中、谈判能力强的一方将获得全流通创造的价值值的绝大部分，另一方则能确保在此后的分类表决阶段博弈中不受损。

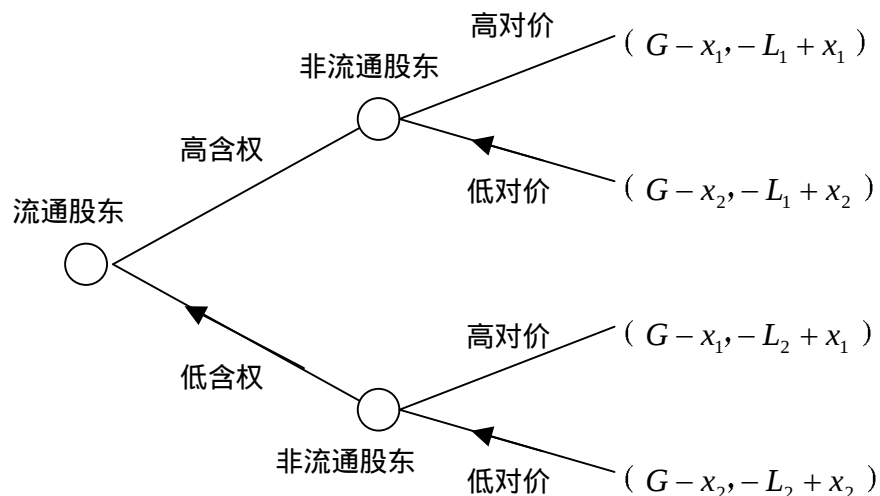
3.2.3 定价阶段的策略与博弈

上述分析已经表明，只要进入谈判阶段，则流通股东的含权预期基本上能够有保证地兑现，从而将总是选择同意股权分置改革方案，而依据利益最大化原则在谈判阶段设定对价总额 x 的非流通股东也将总是选择同意股权分置改革方案，因此分类表决阶段的博弈事实上可以不予考虑。则整个博弈简化为一个两阶段动态博弈。我们已经分析过，非流通股东在谈判阶段总是选择尽可能小的对价总额，则整个博弈的核心环节仍在于流通股东在定价阶段决定含权预期 α 的策略。

流通股东可以选择高含权预期 α_1 ，高股价可能带来较大的预期损失， $L_1 = (P_{\text{流}1} - P_{\text{全}}) \times n(1-r) = \alpha_1 n(1-r)P_{\text{全}}$ ；或低含权预期 α_2 ，股价处于合理水平， $L_2 = (P_{\text{流}2} - P_{\text{全}}) \times n(1-r) = \alpha_2 n(1-r)P_{\text{全}}$ 。当 $\alpha_1 > \alpha_2$ 时有 $L_1 > L_2$ 。而谈判阶段非流通股东将对应的选择高对价 $x_1 = \lambda_1 G$ 或低对价 $x_2 = \lambda_2 G$ ，当 $\lambda_1 > \lambda_2$ 时有 $x_1 > x_2$ 。

由于 $G - x_1 < G - x_2$ ，非流通股东在谈判阶段的优势策略为低对价。预期到非流通股东的选择，考虑 $-L_1 + x_2 < -L_2 + x_2$ ，流通股东在定价阶段的优势策略将为低含权。高含权预期因面临损失的可能而无法维持，投资者的抛售行为将使含权预期逐渐下降到合理水平。整体上看，纯策略（低含权，低对价）将成为整个博弈的解，全流通问题得到解决。

图 8 定价阶段的博弈



资料来源：招商证券研发中心。

3.2.3 一般情况下的全流通博弈

我们讨论一般情况下的全流通博弈。非流通股东与流通股东的收益分别为

$$U_{\text{非}} = G - x = G - \lambda G = (1 - \lambda) \times \beta r n P_{\text{全}} \quad (8)$$

$$U_{\text{流}} = -L + x = \alpha n(1 - r)P_{\text{全}} + \lambda \beta n r P_{\text{全}} = [\lambda \beta r - \alpha(1 - r)] \times n P_{\text{全}} \quad (9)$$

从而有

$$\frac{dU_{\text{非}}}{d\lambda} = -\beta r n P_{\text{全}} < 0, \quad \frac{dU_{\text{流}}}{d\lambda} = \beta r n P_{\text{全}} > 0, \quad \frac{dU_{\text{流}}}{d\alpha} = -(1 - r)n P_{\text{全}} < 0 \quad (10)$$

考虑博弈达到均衡时，流通股东将确定其含权预期及股价使得总体收益为零，或者说流通股东因含权预期而产生的损失最高不能超过非流通股东依据双方谈判能力愿意支付的最低对价。令 $U_{\text{流}} = -L + x = 0$ ，有

$$\alpha = \frac{\lambda \beta r}{1 - r} \quad (11)$$

上式的结论符合上文的推导。对于流通股东而言，含权预期越低，定价越合理，未来越不可能因对价不足而发生亏损，因此理性的流通股东将倾向于选择尽可能低的理性含权预期；而当最高的含权预期使得总体收益为零时，流通股东因含权预期而产生的损失最高不能超过非流通股东愿意支付的最低对价，此时博弈达成均衡；理性的含权预期由谈判能力、股权结构、流通权价值决定，且谈判能力越强、非流通股比例越大、非流通股东对流通权价值的预期越高，可以支持的含权预期将越强。而对于非流通股东而言，对价总额越低，未来因流通权获得而产生的收益越大，因此理性的非流通股东将倾向于选择尽可能低的对价总额，而最低的对价总额同样由上述决定，且谈判能力越强、非流通股比例越小、非流通股东对流通权价值的预期越低，所需支付的对价总额将越小。

综合以上分析，我们有

当全流通博弈达到均衡时，为保证不发生损失，流通股东因含权预期而产生的损失最高不能超过非流通股东依据双方谈判能力愿意支付的最低对价；合理的、可通过对价支持的含权预期将取决于双方的谈判能力、股权比例、非流通股东对流通权价值的预期等因素。

3.3 关于全流通博弈的几点讨论

3.3.1 流通股东的非理性行为

以上我们假设投资者都是理性的，可以依据股票的合理价值以效用最大化为目标选

择恰当的策略。但是实际情况可能与此不同，投资者在决策时可能并非都是完全理性的。

一种典型情况就是投资者将依据所持有股票的历史成本而非合理价值进行决策。当流通股东的历史成本远高于目前股价时，即使对价足以弥补其可能的损失，投资者仍可能在心理上不愿意接受历史损失而否决方案。但否决方案意味着放弃既得利益，而在新一轮博弈中，非流通股东基于利益最大化目标仍可能只给出与上一轮博弈相同的对价，重复博弈并不能提高对价总额。不过非流通股东也可以提高补偿金额，以增加方案被流通股东通过的机会；或者选择解决股权分置问题的时机，在股票充分流通后使大部分流通股东的持有成本逐渐接近合理价格后再提出改革方案。

流通股东非理性行为的另一种表现是无法正确定价。即使经过多年的下跌，股价高估的情况依然在 A 股市场的非蓝筹股中大量存在。这可以理解为投资者的含权预期过高，也可以理解为对合理的全流通价格预期偏高。对于第一种情况，理性的非流通股东不会因流通股东的高含权预期而给予额外的对价，对不合理要求的最佳应对策略是拖延表决时间，等待股票价格回归合理水平后再推出低对价方案；对于第二种情况，理性的非流通股东将争取实现全流通并在价格偏高的市场上减持。预期到非流通股东的行为，部分理性的流通股东将选择抛售股票，从而使股票价格回归合理水平。

我们认为清华同方第一次股权分置改革试点的失败即与流通股东的非理性行为有关。历史成本偏高影响了投资者的理性定价，过高的含权预期偏高可能超过非流通股东所能支付的对价的上限（受 $G > L$ 的限制，必须有 $\alpha < \frac{\beta r}{1-r}$ ），当全流通不是一个创造价值的过程时，方案必然被否决。例如，清华同方目前股价 10 元，而全流通价格可能仅为 5 元，意味着流通股东的含权预期高达 100%；而考虑非流通股与流通股 1.1 倍的比例，即使非流通股东预期的流通权价值高达 35%，清华同方所能支付的对价上限也仅为 38%（大约相当于清华同方第一次试点方案的对价幅度），远小于流通股东的含权预期。直接面临亏损可能性的流通股东选择了否决改革方案，但我们认为这仍然是一种非理性行为：第二次谈判中非流通股东所给的对价不可能高于这一上限，甚至可能低于第一次对价的情况。清华同方的股价必须要下跌到 7 元以下之后才可能解决股权分置问题，而期间的价值回归的损失仍无法避免。同样，二级市场大部分非蓝筹股存在定价高问题，这些公司顺利解决股权分置问题的前提条件仍然是价值回归的充分进行。

3.3.2 非流通股东的非理性行为

非流通股东同样存在类似的非理性行为。当历史成本极低时，非流通股东容易高估了流通权的价值，产生全流通将使其产生股份巨大增值的错觉；当高估了全流通价格时，非流通股东也可能错误地判断预期收益；这些都可能导导致非流通股东支付过多的对价以换取全流通。我们认为三一重工修改了其初始试点方案并给出了更多的对价即属于这种非理性行为。

但我们已经分析过，随之股权分置改革的进行，非流通股东将逐渐形成对流通权溢价的理性预期，并意识到全流通从本质上看并没有太多地增加其股权价值。依据上文分析，非流通股东对流通权溢价预期的下降将减少其愿意支付的对价。因此，虽然从目前看第一、二批试点方案均给出幅度较大的让利，我们认为大面积解决股权分置问题时流通股东获得的对价将较米前水平有所下降。

3.3.3 信息不对称

虽然我们一直假设信息的对称性，但在宏观经济与行业景气即将见顶回落时，非流通股东可能对公司的盈利前景有更准确的判断。当预期盈利与全流通股价存在下降压力时，非流通股东有动力尽快解决股权分置问题以便于在高位减持。我们发现第一、二批试点公司中有相当多公司处于行业周期的拐点上。

3.3.4 复杂的股权结构

复杂的股权结构将造成协调上的困难，从而影响上市公司推进股权分置改革的动力。复杂的非流通股结构容易导致大股东与次要股东之间的分歧，而存在 A、B、H 股等复杂的流通股东结构则面临对各类股东保持公正性的问题，股权分置改革的难度将因此增加。

3.3.5 谈判能力、决策层压力、融资需求

理论上来说，只要单个流通股东持股比例不超过 1/3，只要对价能够弥补含权预期，其余 2/3 流通股东的理性行为在分类表决阶段的优势策略仍将是同意非流通股东给出的方案，事前给出的否决低对价方案的威胁从事后看是不可置信的，这意味着分散的流通股东事实上只有很弱的谈判能力。目前 A 股市场的大盘蓝筹股并未存在大幅度定价高估，含权预期非常小，则理性的非流通股东甚至不应支付对价。但从实际情况看，第一、二批试点公司普遍给出了较高的对价，例如经过我们测算的结果，宝钢股份对价幅度约为 15%，长江电力对价幅度约为 10%。不考虑非流通股东行为的非理性，我们认为还有一些因素可以解释这些非流通股东支付较高对价的动机。

首先是机构投资者的谈判能力。以基金为代表的机构投资者容易形成合谋的局面，从而具备一定讨价还价能力，但这种松散的联盟在分类表决阶段并不能发挥作用，如果态度强硬的非流通股东不愿让步，理性的流通股东仍应选择同意而非否决能够弥补损失的对价方案。我们认为机构投资者的谈判能力更多的是建立在将与非流通股东在其他领域（如融资）进行重复博弈的基础上，因而在全流通博弈时建立保护投资者利益的信誉对于非流通股东相当重要，或者说，非流通股东对信誉追求增强了流通股东讨价还价的谈判能力。我们猜测宝钢股份较大幅度的让利与其在不久前的增发使机构投资者遭受大量亏损有相当大关系。

其次是决策层的压力。A 股市场的持续下跌使投资者对决策层维护市场稳定、构建和谐社会的的能力产生了怀疑，不利于市场融资功能的正常发挥，甚至危及到金融体制改革与资本市场制度性建设的顺利进行。决策层自上而下的压力降低了相关主管部门及上市公司追求利益最大化目标的动力，使较高的对价成为可能。

最后是融资需求。相当多的上市公司目前存在强烈的融资需求。而证监会曾表示，再融资政策将向已经解决了股权分置问题的公司倾斜。这提高了相关上市公司进行改革的动力，为投资者进行讨价还价创造了条件。

总体而言，机构投资者的谈判能力、决策层的压力、上市公司的融资需求等方面因素使流通股东获得一个最低幅度的对价成为可能。

3.4 从已有方案看流通股东的谈判能力及合理的含权预期

我们选取第一试点的四家公司及第二批试点公司中的宝钢股份、长江电力、上港集箱等大盘蓝筹股为代表来测算流通股东的谈判能力。根据公式 $\alpha = \frac{\lambda \beta r}{1-r}$ ，在给定含权预期 α 时隐含的谈判能力将为 $\lambda = \frac{\alpha(1-r)}{\beta r}$ 。以宝钢为例，所支付的对价能够支持的含权预期约为 23%，非流通股与流通股的比例为 3.95 倍，按大盘蓝筹股 15% 的流通权价值计算，隐含的谈判能力 $\lambda = 38.78\%$ 。

第一批试点公司普遍给出了较大的对价，但依据上文分析，此时流通股东的高谈判能力及其获得的高对价与决策层的压力以及非流通股东的理性行为有关。而第二批试点公司的大盘蓝筹股仍面临着决策层的压力以及融资要求的制约，从宝钢股份、长江电力、上港集箱等公司测算的结果看，基金持股集中、具有融资需要的大盘蓝筹股目前的谈判能力系数约在 25-40% 之间。这意味着大盘蓝筹股在股权分置解决过程中，全流通创造的价值值的 60-75% 将由非流通股东享有，流通股东将分享剩余的 25-40%，这样的对价幅度足以支持目前的含权预期并能产生一定的上涨动力。

就以沪深 300 为代表的蓝筹股整体而言，非流通股与流通股的比例平均为 2.68 倍，平均的流通权价值预计为 25%，考虑全面推进股权分置试点时，决策层的压力以及融资要求的制约将比较宽松，而大多数公司将缺乏机构投资者的主导，流通股东的谈判能力将有所下降，平均估计在 25-30% 之间，根据公式 $\alpha = \frac{\lambda \beta r}{1-r}$ 测算的结果表明，合理的含权预期约为 16.75-20.10%。依据上文分析，目前沪深 300 指数高估程度在 10% 左右，这意味着全流通对价将为沪深 300 指数带来约 10% 的上升空间。

对于 A 股市场整体而言，虽然平均的流通权价值可能上升到 30%，但非流通股与流通股的比例平均仅为 2.25，而大多数公司处于股权分散的状态，谈判能力更弱，我们仅考虑为 20%，以此计算合理的含权预期仅为 13.50%。而目前 A 股市场整体高估程度仍在 20%以上，这意味着仍有大批非蓝筹股将难以获得对价，还需要完成约 5-10%的价值回归，之后才有可能解决股权分置问题。

表 3 从已有方案估算流通股股东的谈判能力

公司	对价幅度 (α)	流通权价值 (β)	非流通股/流通股 ($\frac{r}{1-r}$)	隐含的谈判能力 ($\lambda = \frac{\alpha(1-r)}{\beta r}$)
第一批试点公司				
三一重工	40.00%	30%	3.00	44.44%
清华同方	35.58%	35%	1.10	92.03%
金牛能源	25.00%	25%	3.25	30.77%
紫江企业	30.00%	35%	1.73	49.56%
第二批试点公司中的大盘蓝筹股				
宝钢股份	23.00%	15%	3.95	38.78%
长江电力	15.00%	15%	2.38	42.06%
上港集箱	16.00%	20%	3.30	24.27%

资料来源：招商证券研发中心。

二、2005 年下半年 A 股市场运行趋势展望

在 2005 年二季度投资策略报告中，通过测算宏观经济与定价水平变动等影响市场运行趋势主要因素可能的变动幅度，我们判断二季度 A 股市场存在由政策利好刺激及基本面支撑而产生的反弹机会、但受“A+H”发行冲击及调控压力加大总体仍将表现为震荡调整格局，并得出二季度上证指数核心波动区间将为 1100-1280 点、相对可靠的下限为 1039 点的结论。虽然二季度上证指数最低下探至 1000 点附近，市场运行趋势应该说基本上符合我们的预期。原先预计的“A+H”发行冲击演变为股权分置试点引发的价值回归压力，定价水平的演变趋势并未超出我们的预料。我们认为只要合理的估计宏观经济与定价水平可能的变动幅度，可以对市场的运行趋势得出一个基本准确的判断。

展望 2005 年下半年，上市公司盈利前景与定价水平方面可能驱动 A 股市场波动的有利因素与不利因素并存。我们首先以沪深 300 指数为考察对象，在考虑非蓝筹股变动的影响后可以拓展到上证指数。

4.1 盈利前景

上市公司盈利前景方面，预计下半年宏观经济增速将呈现见顶后缓慢回落的态势，而主要的基础原材料行业供需关系将开始逆转，周期性行业景气陆续见顶，盈利下滑趋势逐渐明朗。由于石化、钢铁、有色等上游基础原材料行业利润总额占全部上市公司比例接近 50%，上市公司整体盈利滑坡难以避免。但考虑到二季度新一轮宏观调控之后市场已经通过下跌对此因素做出了较充分的反应，我们认为只要盈利下滑速度没有超出投资者预期，对市场进一步的影响已经不大，预期在 -5% 左右。如果经济形势好于预期，这一冲击届时甚至可能被淡化。

同时，上游价格回落可能扩大下游的利润空间，而下游产业普遍具有较上游产业为高的定价水平，这可以部分抵消整体盈利滑坡的冲击；但考虑到下游产业过剩的生产能力，价格竞争将继续压缩其盈利空间，预计下游产业从成本下降中受益程度将相当有限，考虑其占总市值比重较小，我们对这一有利因素的影响仅给予 2% 的预期。

目前的经济运行状况使调整利率的可能性已经很小，而下半年汇率机制调整有望成为现实。我们预计人民币升值对股票市场将产生结构性影响，资金流入可能使部分资产型公司受益，但对目前受到出口强劲增长带动的经济将形成一定的打击，预计对市场整体的影响为中性，但可能成为一个重要的预期外因素。

4.2 定价水平

定价水平方面，股权分置改革的推进将形成两方面的影响。上文测算的结果表明合理的含权预期为 16.75-20.10%，这一预期若能通过对价实现将对市场定价水平形成有力的支持，同时可能引发一定程度的投机。同时，我们测算的沪深 300 指数在 6 月 10 日 900 点（对应上证指数 1100 点）附近定价水平高估程度约为 10%，预计全流通的实现将使蓝筹股的定价水平完全回归合理。

在股权分置试点阶段结束并进入到全面推进阶段后，已完成股权分置改革公司中持股比例小于 5% 的非流通股股东存在较强的变现动机，再考虑通过对价支付的股票需要消化，下半年市场的资金压力仍不容忽视。此外，IPO 与再融资已经暂停很久，下半年新老划断如果破题，全流通定价及融资压力对市场也将形成一定冲击。如果这些扩容与融资压力在定价水平趋于合理之后释放，应该无法再影响市场的定价水平，最多体现为一个短暂的冲击。但我们预计这些因素在寻宝游戏进入高潮、市场再现投机氛围时出现的可能性相当大，届时将形成较大压力，我们预计可能达到 -5% 左右。

最后，与股权分置改革相伴随的配套措施，例如平准基金等扩大市场资金供给的政策可望形成短期支持作用，但不影响市场的长期趋势，且制度性建设过程中可能产生一

些对市场存在短期冲击的政策，整体上我们估计这一因素的支持作用在 3%左右。

4.3 市场运行趋势判断

综合考虑这些因素的情景分析表明，下半年各种因素对 A 股市场蓝筹股的影响将在相互抵消后产生轻微的上升动力。不利因素对市场向下冲击作用的预期值累计为 -19.4%，有利因素对市场向上支持作用的预期值累积同样为 23.5%。以 2005 年 6 月 10 日沪深 300 指数约 900 点为基准，对应这两种情景的指数点位分别为 725 点和 1111 点，这可视作沪深 300 指数运行的一个非常可靠的上下限。而其中最为关键的因素——股权分置改革形成的对价支持与价值回归压力——将因试点逐批进行而以缓慢释放的可能性最大，且前者能够抵消后者的压力并产生一定的上升动力。综合考虑这些因素，我们认为下半年沪深 300 指数将围绕 900 点为中轴，在平衡震荡中略微上升，预计核心波动区间为 800-1040 点，期间存在由试点对价与政策利好所支持的反弹机会，但宏观经济回落趋势与扩容压力将压制市场反弹空间。

对于市场整体而言，下半年 A 股市场结构性调整将继续快速进行。依据上文分析，股权分置改革过程中非蓝筹股的价值回归将拉动市场重心下调约 5-10%，在政策因素影响下可能略小，而后所发生的对价支持与价值回归可以认为互相抵消。额外考虑这一因素之后，以 2005 年 6 月 10 日上证指数约 1100 点为基准，我们认为上证指数将表现为平衡震荡态势，预计核心运行区间为 1000-1200 点。

表 4 二季度影响 A 股市场运行趋势主要因素的情景分析

		悲观情景		中性情景		乐观情景		冲击预期值	合计
		概率	冲击幅度	概率	冲击幅度	概率	冲击幅度		
不利因素	上市公司整体盈利下滑	20%	-10%	50%	-5%	30%	0%	-4.5%	-19.4%
	汇率机制变动的冲击	30%	-5%	40%	0%	30%	5%	0.0%	
	蓝筹股的定价水平下降	20%	-15%	50%	-10%	30%	-5%	-9.5%	
	融资与扩容压力	20%	-10%	50%	-5%	30%	-3%	-5.4%	
有利因素	上游利润向下游传导	30%	0%	40%	2%	30%	4%	2.0%	23.5%
	股权分置改革支付的对价	30%	15%	50%	18%	20%	25%	18.5%	
	配套的利好政策支持	30%	0%	40%	3%	30%	6%	3.0%	
沪深 300 指数影响因素合计									4.1%
非蓝筹股价值回归		20%	-10%	40%	-6%	40%	-3%	-5.6%	
上证指数影响因素合计									-1.5%

资料来源：招商证券研发中心。

附表 1 沪深 300 指数多阶段股利贴现模型的测算结果

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
实际 GDP 增长率	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
名义 GDP 增长率	11.50%	11.00%	10.50%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
考虑经济波动影响后的 ROE	12.65%	11.94%	11.22%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
治理水平提升对 ROE 的影响		0.35%	0.70%	1.05%	1.40%	1.75%	2.10%	2.45%
沪深 300ROE 预测	12.65%	12.28%	11.92%	11.55%	11.90%	12.25%	12.60%	12.95%
派现率	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%
盈利增速		4.46%	4.15%	3.83%	10.58%	10.71%	10.84%	10.97%
单位盈利	1.0000	1.0446	1.0879	1.1296	1.2491	1.3828	1.5327	1.7009
单位红利		0.4011	0.4178	0.4338	0.4797	0.5310	0.5886	0.6531
贴现因子	1.0000	0.8969	0.8044	0.7214	0.6470	0.5803	0.5228	0.4710
各年股利现值		0.3598	0.3360	0.3129	0.3103	0.3081	0.3077	0.3076
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
实际 GDP 增长率	8.00%	8.00%	8.00%	7.75%	7.50%	7.25%	7.00%	6.75%
名义 GDP 增长率	10.00%	10.00%	10.00%	9.75%	9.50%	9.25%	9.00%	8.75%
考虑经济波动影响后的 ROE	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
治理水平提升对 ROE 的影响	2.80%	3.15%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
沪深 300ROE 预测	13.30%	13.65%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
派现率	38.40%	38.40%	38.40%	38.98%	39.56%	40.14%	40.72%	41.30%
盈利增速	11.11%	11.26%	11.41%	9.75%	9.50%	9.25%	9.00%	8.75%
单位盈利	1.8899	2.1026	2.3425	2.5708	2.8151	3.0755	3.3523	3.6456
单位红利	0.7257	0.8074	0.8995	1.0021	1.1136	1.2345	1.3650	1.5056
贴现因子	0.4243	0.3822	0.3444	0.3102	0.2795	0.2518	0.2268	0.2044
各年股利现值	0.3079	0.3086	0.3098	0.3109	0.3113	0.3108	0.3096	0.3077
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
实际 GDP 增长率	6.50%	6.25%	6.00%	5.75%	5.50%	5.25%	5.00%	4.75%
名义 GDP 增长率	8.50%	8.25%	8.00%	7.75%	7.50%	7.25%	7.00%	6.75%
考虑经济波动影响后的 ROE	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
治理水平提升对 ROE 的影响	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
沪深 300ROE 预测	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
派现率	41.88%	42.46%	43.04%	43.62%	44.20%	44.78%	45.36%	45.94%
盈利增速	8.50%	8.25%	8.00%	7.75%	7.50%	7.25%	7.00%	6.75%
单位盈利	3.9555	4.2818	4.6243	4.9827	5.3564	5.7448	6.1469	6.5618
单位红利	1.6565	1.8180	1.9903	2.1735	2.3675	2.5725	2.7882	3.0145
贴现因子	0.1841	0.1659	0.1494	0.1346	0.1213	0.1093	0.0984	0.0887
各年股利现值	0.3050	0.3015	0.2974	0.2926	0.2871	0.2811	0.2745	0.2673
	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
实际 GDP 增长率	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	3.00%
名义 GDP 增长率	6.50%	6.25%	6.00%	5.75%	5.50%	5.25%	5.00%	5.00%
考虑经济波动影响后的 ROE	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
治理水平提升对 ROE 的影响	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%

沪深 300ROE 预测	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
派现率	46.52%	47.10%	47.68%	48.26%	48.84%	49.42%	50.00%	50.00%
盈利增速	6.50%	6.25%	6.00%	5.75%	5.50%	5.25%	5.00%	5.00%
单位盈利	6.9883	7.4251	7.8706	8.3232	8.7809	9.2419	9.7040	10.1892
单位红利	3.2510	3.4972	3.7527	4.0168	4.2886	4.5674	4.8520	5.0946
贴现因子	0.0799	0.0720	0.0648	0.0584	0.0526	0.0474	0.0427	0.0385
各年股利现值	0.2597	0.2517	0.2433	0.2346	0.2257	0.2165	0.2072	3.7425

合理市盈率

12.41

资料来源：招商证券研发中心。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。