

解剖中国上市公司的高增长

□兴业全球基金研究部

我们的研究表明,中国上市公司的整体质量相比发达国家而言并不更加优良,这几年上市公司的高增长相当部分是靠融资后增大资产的外延式增长方式取得的。我们的研究还表明,在高估值的情况下,通过增大资产的方式取得增长极其容易,高估值与高增长之间明显存在一个互为实现的循环。换言之,牛市本身创造牛市。再融资在中国企业的增长中起到了很重要的作用,而且高估值背景下,一些公司仅仅凭借简单的资本运作游戏就可打造出一只只高速增长的人造大牛股。随着市场估值水平的大幅下降,今天这种增长方式越来越难以为继,未来上市公司的增长将更多地依赖有机增长,那些更多依靠有机增长的上市公司也会越来越受到青睐,并享有更高的估值。

A股上市公司是如何增长的

我们关注上市公司的利润增长主要是指每股盈利（EPS）的增长。EPS增长的背后，净资产收益率（ROE）水平及其变化是一个重要指标。相对来说,上市公司的ROE指标应该比EPS增长更重要。因为ROE指标反映了一定资本量下的相对利润水平,体现了资产的盈利能力,是资产是否优良的重要衡量指标。尽管更严格意义上的定义应该是将其中非主营利润从公司盈利中剔除,甚至还应该对公司的净资产指标进行严格评估,但是在整体统计层面上,ROE水平应该是一个非常好的指标。

最近十几年中国经济增长速度一直处于全球领先水平,而证券市场作为宏观经济的“晴雨表”,上市公司盈利情况是否反映了宏观经济的发展呢?事实上,从ROE的角度看,我们的数据统计表明上市公司的盈利能力是比较差的,很长一段时间仅仅接近于银行的贷款利率水平,只是这两年才有了很大的提升,其原因在于:以前很多骨干大型国有企业并没有在A股上市,比较而言,近两年这类公司才纷纷上市;上市公司的经营绩效在这几年也的确有了提高。还有一个因素就是周期性影响,A股大多数公司属于周期性行业,或者说经营业绩受周期影响较大。从这个角度分析,2007年算是

周期的一个顶点了,那么在未来较长一段时间,上市公司的平均ROE水平恐怕很难超越2007年的水平。

再从中国与全球主要证券市场整体ROE比较的角度,我们比较了2000年至2007年海外几个主要市场与中国上市公司的盈利水平,发现中国上市公司前几年平均ROE水平远低于美国等一些国家的平均水平,只是在这两年才追赶上来。由于ROE仅仅是名义盈利水平的度量,如果我们再考虑到中国这些年高于国际水平的通货膨胀率,那么真实的ROE水平可能更低。

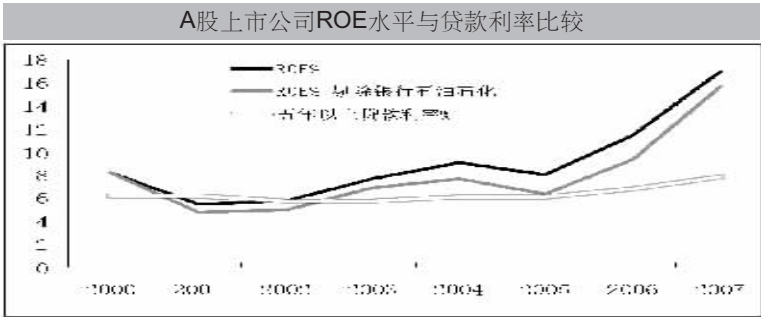
一般来说,企业利润的增长可以来自三个方面:一是当年未分配利润的再投资(这块的影响较小);二是ROE水平的提升;三是在ROE水平不变甚至是下降的情况下,企业仍有可能实现利润增长,即通过所谓的外延式增长来实现,具体而言也就是通过股权融资后收购资产,从而增加了公司的资产规模,资产规模增加自然就会带来利润的增加(假设新增资产都是盈利的)。当然,这里说的股权融资并不一定都要有现金融入,通过定向增发收购资产也是一样的,相当于增长+收购并为了一步了。市场上一度热门的集团注资概念就是指上市公司再融资收购集团资产。中国这些年的企业

利润增长来自这三方面的贡献都有,主要是后两个方面。

长期来看,如果没有外延式增长,企业长期平均利润增长率不会超过长期平均ROE水平,因为企业还要分红。我们来看看中国与海外在这方面的数据比较:

从ROE与EPS增速的比较视角,我们发现了一个有趣的现象:尽管我们企业的ROE没有体现出什么优势,甚至是低于发达国家平均水平的,但从盈利指标看长期以来我们上市公司的每股盈利增速大大超过了美国等发达国家。中国上市公司平均15%左右的EPS增长的确远超过美国等发达国家平均水平,但其只有10%左右的ROE水平却远低于发达国家平均水平;尤其是单独考察2006-2007年牛市期间的盈利增长,高达40%的平均EPS增长水平更是远高于美国等一些国家的平均水平,当然这期间除了外延式增长的贡献,ROE的较大提升也是重要原因。

剖析增长背后的驱动因素可能比单纯研究增长的速度更重要,更能说明问题。中国企业的 外延式增长还是非常明显的,这一点股市中的研究者也能明显地感觉到,下面我们的分析要揭示的是:在中国一直以来的高估值情况下,这种增长会变得极为便利和“高效”。



资料来源:Wind、兴业全球基金。

全球主要市场自1987年以来的长期ROE、EPS增速比较			
	ROE	EPS	EPS%-ROE
香港	10.90%	10.69%	-0.21%
日本	4.91%	3.54%	-1.37%
美国	14.70%	8.02%	-6.68%
英国	14.57%	8.02%	-6.55%
台湾	11.60%	12.28%	0.68%
德国	11.88%	9.07%	-2.81%
中国	10.43%	14.86%	4.43%
中国*	9.15%	16.45%	7.30%

资料来源:Thomson Reuters、Wind、兴业全球基金。中国的数据从2000年起,另外,中国*的指标来自Wind,是我们将送股、转增方式对EPS的摊薄调整回去后手工计算的结果。

2000年以来海外的全市场ROE比较								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
香港	9.55%	10.79%	8.50%	8.80%	10.18%	13.28%	14.35%	15.91%
日本	3.60%	4.22%	5.25%	5.30%	7.16%	5.62%	7.16%	6.59%
美国	17.19%	12.55%	12.62%	12.77%	14.15%	14.92%	15.87%	15.50%
英国	12.71%	13.82%	15.50%	15.82%	14.70%	16.92%	19.29%	18.03%
台湾	14.73%	10.19%	7.38%	10.43%	16.35%	14.00%	13.53%	14.55%
德国	12.42%	10.44%	12.14%	13.52%	12.35%	12.59%	14.44%	16.18%
中国	8.25%	5.54%	5.74%	7.65%	9.09%	8.07%	11.46%	16.92%
沪深300						12.25%	13.94%	17.99%

资料来源:Thomson Reuters、Wind、兴业全球基金。

总而言之,单纯从盈利增长来对公司估值不仅容易陷入不断膨胀的高速增长预期幻觉,而且还容易纵容上市公司低质量增长的现象出现。从本质上来讲,上市公司频频高价增发、重组乃至资产注入的冲动,很大程度上是由于市场给予企业过高的估值所纵容的。只要PE足够大,那么几乎所有增发融资或者资产注入项目都可以

提升公司盈利,而且增发规模越大,盈利提升得越大,但增长的质量可能就越差,在2007年牛市高估值的情况下,甚至于企业只需将募集资金用于还贷款或者用于认购新股都能实现EPS的明显增长。高估值很容易实现高增长,高增长又促成高估值,两者形成了一种明显的互为促进,最终泡沫越吹越大,即所谓牛市本身创造牛市。

不同PE与不同增量资产ROE水平下对应的EPS增长率						
PE	50	40	30	20	15	10
增量资产收益率						
2%	0.00%	-3.42%	-8.67%	-17.67%	-25.00%	-36.33%
3%	7.17%	3.42%	-2.17%	-11.75%	-19.67%	-31.83%
4%	14.25%	10.33%	4.33%	-5.92%	-14.25%	-27.25%
5%	21.42%	17.25%	10.83%	0.00%	-8.92%	-22.75%
6%	28.58%	24.17%	17.42%	5.92%	-3.58%	-18.17%
7%	35.75%	31.00%	23.92%	11.75%	1.75%	-13.67%
8%	42.83%	37.92%	30.42%	17.67%	7.17%	-9.08%
9%	50.00%	44.83%	36.92%	23.50%	12.50%	-4.58%
10%	57.17%	51.75%	43.50%	29.42%	17.83%	0.00%
15%	92.83%	86.17%	76.08%	58.83%	44.67%	22.75%

融资的方法不断将公司做实并“做大做强”。

尽管二级市场普遍对上市公司的再融资反感,尤其是在股市不那么好的时候,我们却要指出再融资对中国上市公司的利润增长起重要作用。中国股市如果没有再融资,企业利润的增长会大幅降低。其实让优秀的企业更便利地融资,才能使这些企业通过资本市场得到融资,得到发展支持,为投资者创造更多的财富;如果说上市公司有很强的

再融资冲动,有滥用融资之嫌,很大程度上在于市场给了错误的高估值,在市场经济中,价格是资源配置的信号,那么上市公司在高估值情况下的大量再融资可以说是错误价格信号下的理性选择,或者说如果上市公司是理性的,他就会利用高估值而大量融资。

其实我们真正担忧的是,在这个高增长、高估值的循环中会出现“劣币驱良币”现象,也就是一些所谓的“人造牛股”现象。

上存在,美国的人造牛股也以一种类似的方式存在着。让我们回顾20世纪60年代美国股票市场沸腾的黄金十年。20世纪60年代中期,伴随着美国混合收购浪潮的兴起,股票市场迎来“混合型企业”投资狂热。尽管当时的反托拉斯法禁止横向并购,但混合收购却并不受司法部的干预。于是大量公司在高PE估值的情况下开始通过现金或者换股等方式收购低PE公司,这种并购提高了自身EPS水平,延续了盈利高速增长势头。在这种人为制造利润增长在“协同效应”的光环下,股价也就被冠冕堂皇地再次推高。好景不长,由于1968年联邦贸易委员会和司法部对混合收购的调查和相应会计制度的改变,加上1969年概念股票投资泡沫破灭导致市场下跌,混合型企业股价也出现大幅缩水。

里顿(Litton)工业公司是当时首批利用混合收购手段成为大型企业的代表之一。该公司在1953年销

售额为300万美元。随后的8年里,里顿收购了23家公司,1961年已经成为纽约证券交易所增长最迅速的上市公司,1963年的销售额达到5亿美元。20世纪60年代中期,里顿仍通过不断的混合收购维持自身高增长率,即使期间年销售额已经突破了10亿美元仍不满足。里顿否认自己是一个混合型企业,强调作为一个“技术型企业”,通过并购不同行业的公司可以获得“协同效应”,制造新型产品。混合收购给里顿带来了辉煌的连续57个季度的业绩增长,同时也带来了如山高堆积的债务。1968年政策与会计制度的改变加速了里顿的崩塌,当年里顿公布了1100万美元的收入下降,导致股价垂直下降。随着之后业绩的持续恶劣,这个年销售额从300万跃升至16.8亿、市盈率一度超过75倍的股市明星,股价从1967年的高点120美元跌至1973年的8.5美元,缩水了93%。

高估值与高增长的相互实现

中国股市中存在一种特别明显的现象,我们称之为“高估值与高增长的相互实现过程”。一轮牛市的产生当然有多种多样的原因,经济的繁荣应该是主要的动因,但是估值与业绩的增长之间的相互创造及推动也是很明显的,虽然景气周期以及牛市本身都给上市公司带来很多利润,但是我们主要从外延式增长的角度来理解这一问题。

中国股市估值长期高企,实物资产与证券资产的估值之间存在明显差距,或者说资产证券化的收益很高,在中国只有ROE较高的公司才被允许再融资,而也就是这类公司通过再融资也更易实现快速的外延式增长,事实上在中国往往增长快的公司大多也是再融资方面积极的

产而保持高速的增长。鉴于我们的证券市场普遍推崇高增长的公司,而且也并不关心这种增长是如何实现的,从而只要是高速增长的公司都会享有很高的估值,从而又为他们继续这种增长的游戏提供了便利条件。

以下我们用一个具体计算数例来展示高估值下上市公司通过并购而实现的快速而容易的增长过程。假设公司以接近市价的价格增发,募集资金等于公司原有净资产,再假设这家公司原来的ROE水平为12%(作出这些假设只是为了计算方便)。附表列出了股价在不同PE与不同增量资产ROE水平下对应的EPS增长率。

可以看到,如果公司要保持EPS不被摊薄,那么上市公司只需要增发资金的投资回报率不低于市盈率的

倒数就可以实现。而如果在50倍市盈率情况下,公司使用募集资金投资于比现在ROE低一半(6%)的资产,依然能实现28%以上的EPS增长,而ROE水平却会从12%下降到9%。同样在这种估值水平下,如果将募集资金投资于回报再高一些的项目,比如这个项目的收益率有15%,那么公司的EPS增长率可以达到惊人的92.83%!这几乎可以被看作是一家公司的爆发性增长了。而且在越高的市盈率下投资于相同的回报率的资产,对于EPS的贡献就越明显,相对而言,在10倍的市盈率情况下投资于收益率15%的项目,那么公司的EPS增长率就只有22.75%,在这种较低估值水平下,投资那些收益率小于10%的项目甚至就不能给公司带来EPS任何增长了。

再融资与盈利增长

按照我们前面的分析,外延式增长是上市公司利润增长的重要方式之一,那么再融资对于中国上市公司的业绩增长就有很重要的作用,在中国只有ROE较高的公司才被允许再融资,而也就是这类公司通过再融资也更易实现快速的外延式增长,事实上在中国往往增长快的公司大多也是再融资方面积极的

公司。而且我们可以发现上市公司再融资的当年或次年往往都会出现利润的较大增长。

由于中国股市一直以来有较高的估值,以我们股市长期平均30-40倍的市盈率简单计算,其要求的静态回报只有2.5%-3.3%,这个水平远低于短期贷款利率。如此之低的要求回报率一方面刺激了

公司增发的冲动,另一方面也使得基本上每一个增发项目都可以给公司带来利润的增长。毕竟在中国GDP增长达到10%左右的宏观环境下,找到一个年回报在3%左右的项目应该说还是极为容易的。在中国股市环境下,如果监管当局对于再融资没有多少限制的话,即使是一家空壳公司,也完全可以通过再

“人造牛股”是如何实现的

根据上面的论述,不难看出,由于中国股市的高估值,以及实物资产与资本化资产之间极大的估值差异,一些上市公司可以轻而易举地通过资本运作手段打造出高增长的“人造牛股”。

我们定义的人造牛股,是指企业的经营管理水平没有任何提高而只是纯粹通过外延式的股权融资后,通过简单堆积资产或合并报表来达到业绩增长的企业,这类企业仅仅作为了将实物资产资本化的中介,这样的增长对于整个社会可能完全没有增加效益。比较多见的一些“大集团,小上市公司”的模式。上市之初,上市公司一般是从集团公司中剥离出来的一小块优质资产。上市后通过增发,不断将集团公司的资产注入上市公司,通过这个过程,上市公司规模

不断扩大,业绩也不断增长。几年下来企业资产增加若干倍,利润增加若干倍。但我们要指出的是这很可能并非什么了不起的经营成就,而只是把中国特色的增长游戏玩得而已。而且随着集团公司的优质资产不断注入,剩下的资产质量越来越差,这种所谓的增长也就越来越低效了。当集团优质资产大都注入后,增长也就接近尾声了。

高增长如此的“简单”,人造的牛股也就比比皆是了。我们的很多高增长股出自电力、公交等公用事业股。大家知道,公用事业公司在全球范围内基本都属于低增长性质的,但在中国,其奥秘就在于公用事业资产经营较为稳定,通过简单资产注入和收购就能打造出一只只超级牛股来。要知道这样的公司在A股市场并不算少,

观察这些人造牛股每年的ROE和EPS增长会发现一些很明显的共性:资产注入和收购后,这些公司的ROE基本没有得到多少提升,甚至下降,基本不会有整合的效益,但再融资的当年或者次年EPS都会有明显的增长。而一旦不进行资产注入和收购,EPS的高增长就不再持续。换言之,这种外延式增长并不是来自经营管理绩效的提升,因此质量并不高。

人造牛股的神话最终会破灭。一方面被收购资产质量会越来越好,集团可提供的资产越来越好;或是收购了一堆不太相关的资产而管理无法跟上,最终成为大而不强的混合体,并爆发各种问题;或是再融资无法继续等等,都会终结这种高速EPS增长游戏。

人造牛股的现象不仅在中国市场

欢迎一个低估值的市场

根据上文的论证逻辑,估值长期高企时,廉价股市资金的供给就会源源不断,尽管中国老百姓有大量的储蓄资金作为后盾,但如此滥用资本是极大的资源浪费。这种情况下,企业会轻率地不断进行扩张,滋生大量盲目投资行为和激进收购行为。在估值高峰期投资的一大堆低收益的项目,当经济形势变坏的时候通常会演变成一大堆隐患。

如果股市泡沫持续的时间越长,市场资源浪费、无效投资等问题也就越多,积重难返,最后泡沫破裂后留下的麻烦就会越多。从这个角度看,要庆幸的是泡沫早一天破裂绝对是好事。遥想日本股市泡沫高峰期的时光,那时上市公司业绩高速增长,同时伴随估值高企,市值快速膨胀,因此掀起了一轮日本企业全球并购风,大量美国企业和地产被日本企业收购。有人甚至惊呼:美国已经被日本收购,日本用金钱实现了太平洋战争没有完成的占领美国的目的。但在日本股市泡沫破灭后,日本企业纷纷破产,银行不良贷款率猛增,在泡沫高点进行的大量收购行为最终以损失惨重收场。

高估值也会掩盖掉某些大股东对中小股东的利益侵占行为,在高估值情况下注入的资产往往是高估的,但在表面上却会被看作是一件“双赢”的事情,因为原有的EPS水平会因为资产注入而得到增厚,长期来说,较为劣质的被注入资产还会拖累公司整体经营绩效,最终受损的还是中小股东。

更深层面上,在股市估值高企的时候,实际上也掩盖了好公司和差公司之间的差别,很明显,那些专注主业、稳健发展的公司,要比那些依靠资产注入和并购重组获得盈利增长的公司,在增长的质量和持续性上好得多,但因为借助资本外力,主业不济却靠增长资本运作的公司表现出来的数字上的增长可能要比好公司高得多。这样,如果我们的市场一味追捧EPS高增长,必然的结果就是造成良莠不分,甚至出现“劣币驱良币”现象。在这种情况下,那些差公司可能会获得更好的发展机会,得到更多市场资本的青睐。我们并不否认资本运作的作用,但往往市场好时,资本运作都会备受追捧,而一些经营良好的公司反被忽视。

高估值的时候,企业不会认真地去提升经营管理水平,高估值意味着股东对经营层的要求极低,可以很轻易地打造出增长业绩来。就像鲤鱼跳龙门一样,我们的企业上市很不容易,但上市以后又拥有过于得天独厚的条件,这使得企业上市后难以有多少经营压力,大股东难以有安心实业经营的心态,而更多地热衷于所谓的“资本运作”去了。实际上,中国许多高速成长的公司都谈不上是什么经营上的成就。

因此,从这个意义上说,其实我们应该欢迎一个低估值的国内市场。合理估值的证券市场有利于企业发展,有利于财富创造,有利于我们财产性收入的增加。

外延式增长难以为继 应回归有机增长

就宏观层面而言,经过多年的经济高速增长,我国原有的依靠投资拉动,依靠大量资源投入(粗放的、外延扩张式的增长模式暴露出很多问题;比如廉价的资本促成了大量投资,导致产能过剩,经济结构失衡等等。结合当前全球与国内的经济形势,转变原有经济增长方式的压力愈发迫切。这种背景下,中央明确提出加快转变经济增长方式,这也是坚持以科学发展观统领经济社会发展全局、实现经济社会又好又快发展的重要着力点。

前事不忘、后事之师。经济学家克鲁格曼在1994年发表了《东亚的奇迹》一文,从全要素生产率(TFP)的角度分析了东亚新兴国家的经济增长方式。他指出在全要素生产率不仅没有提高,反而还下降的情况下,东南亚国家的经济增长奇迹其实是依靠大量的要素投入(例如资本和劳动)实现的。因此,尽管这些国家经济发展迅速,但完全是一种资源投入型增长,而资源最终是有限的,投入型增长也迟早会引起边际收益递减,这些国家的经济注定发生危机。仅仅是几年后的东南亚金融危机明确印证了他的先见之明:那就是低质量的高速经济增长不仅不能持续,而且由于缺乏一定灵活性和适应性,其抗打击能力也是非常脆弱的。

今天随着市场估值水平的大幅度下降,资本化的收益变低,上市也变得相对容易,轻易不能再获得相对廉价的资本,也使得增长上,原有的外延式增长方式就越来越难以为继了。退一步而言,就算估值继续高企,靠重组并购、资产注入等增长方式也只能在资本化率相对较低的情况下得以实现,而一旦全社会的资本化率上升到了一定的程度,这样的增长方式就难以维系了。

从资本市场的微观层面上,剖析上市公司的增长方式,挖掘其增长背后的驱动因素,成为当务之急。我们认为相对于增长速度与幅度来说,增长的来源、质量与持续性可能更为重要。“有机增长”相比于主要通过并购等外延扩张增长方式而言,增长速度可能较慢,但增长的质量与稳定性会更好。未来的上市公司将越来越依赖有机增长,而那些更多依靠有机增长的上市公司也会越来越受到青睐,主要依靠有机增长的公司将享有更高的估值。