

# A股減持新規 利於價值投資



▲A股減持新規可讓上市公司更專注於內生增長，從長線看投資者更應聚焦於真正的成長股，有利A股價值投資的發展。

中國證監會上周公布了有關上市公司股東減持的新規定。綜合市場的基本情況來看，此次減持新規的出台，是促進A股進一步健康發展的必要舉措。新規短期內對市場的影響可能存在不確定性，但長期有望進一步促進資本市場健康發展，有利於A股迎來價值投資的春天。

西南證券高級策略分析師 朱 斌



斌眼觀市

此次新規是管理層對上市公司大股東、董監高（董事、監事、高管）的減持動作進行了進一步的規範，主要包括以下幾方面內容：通過大宗交易減持股份的，出讓方與受讓方，都應當遵守證券交易所關於減持數量、持有時間等規定；持有非公開發行股份的股東，在鎖定期屆滿後12個月內通過集中競價交易減持，應當符合證券交易所規定的比例限制；對於雖然不是大股東，但如果其持有公司首次公開發行前發行的股份和上市公司非公開發行的股份，每三個月通過證券交易所集中競價交易減持的該部分股份總數不得超過公司股份總數的1%；增加了董監高的減持預披露要求，從事前、事中、事後全面細化完善大股東和董監高的披露規則；明確可交換換股、股票權益互換等類似協議轉讓的行為應遵守修改後的減持規定。適用範圍內的股東協議轉讓股份的，出讓方與受讓方應在一定的期限內繼續遵守減持比例限制；規定持股5%以上股東減持時與一致行動人的持股合併計算；明確股東減持應符合證券交易所規定，有違反的將依法查處。

## 巨量定增陸續到期

要完整準確地理解此次減持新規，需要了解這一新規出台後的背景，即當前中國資本市場面臨的三大現狀：

一是中國資本市場依然是一個高估的市場。在A股中，高估值、泡沫化的公司依然佔據着絕大部分。從估值來看，即使經歷了指數較大幅度的調整，當前A股的市盈率依然偏高，50倍以上的公司佔據約80%。而與之形成鮮明對比的是，即使指數已經屢創歷史新高，美股估值在50倍以下（且為正值）的公司仍然高達60%以上，與A股形成鮮明對比。從市值角度來看，當前A股仍然以中等市值公司為主，30億元（人民幣，下同）以上市值的公司佔比高達95%。即使大股東一年減持4%，減持金額也在1.2億元以上。而美股則以小市值公司為主，30億美元以下的公司佔比高達70%。

二是在過去多年定增大躍進之後，A股已經累積了巨量的定增堰塞湖。2013年以來，隨着創業板走牛，外延併購在A股漸成風氣，定增案例不斷增加。從2014年開始，這些定增股份陸續解禁到期，規模逐年增加。2016、2017年定增解禁的市值規模高達1.3萬億元和1.7萬億元。這部分定增解禁的股份減持亟需設計相應的減持方案，來緩衝其對市場的衝擊。

三是A股公司具有非常高的股權質押比例。截至2017年5月26日，A股幾乎所有公司都有股權質押行為，其中質押率達到5%以上的公司共有1832家，佔全部上市公司數量的56.6%，質押率超過50%的公司有110家。從質押的金額來看，全部A股質押股份的市值達到5.47萬億元，若以30%的實際質押率計算，這些質押股份佔用的銀行資金達到

1.6萬億元以上。此外，這些年參與非公開發行的資金大部分也是來自於銀行系統，這都在一定程度上加大了A股資金的槓桿率。

## 短期加劇市場分化

在明確了以上三大背景後，當前減持新規的針對性就非常明顯。對市場的影響主要表現在如下三個方面：

第一方面是管理層向市場確認了其對於市場高估值的認知。從邏輯上講，低估值的市場是不需要遏制股東減持的，只有高估值的市場，才需要遏制股東「清倉式」減持。

第二方面是通過加大對於市場投機資金的限制，防止市場過快擴容。當前的減持新規大幅度拉長了股東減持的時間，將形成四大遏制：遏制上市公司隨意定增的衝動；遏制「關係戶」資金「Pre-IPO」式的入股衝動；遏制試圖快速上市圈錢的公司；遏制上市公司進行大規模股權質押的衝動。這有助於緩解定增堰塞湖和IPO堰塞湖快速擴大的風險。

第三方面是引導上市公司專注於公司內生發展，引導投資者進行價值投資。在當前的減持新規下，股東減持的規模、次數都被限制，只能通過做大市值來提高有限次減持的資金規模。而既要做大市值又要不被稀釋股份，那只能依靠公司的內生增長。對於投資者而言，減持新規使得投資者很難通過一級或者一級半市場的制度套利去快速獲利，這就使得投資者更加重視在二級市場買入並持有真正具有成長價值的公司股份來獲利。

當然，從短期來看，新規的實施有可能進一步加劇市場的分化：對於那些拆借了大量資金參與定增的機構，可能需要賣出持有的二級市場股份來填補資金缺口；那些估值過高的上市公司股東可能會急於兌現1%的減持額度而出現集中減持。這些都會在短期內對市場造成擾動，但是從長期看，減持新規卻讓上市公司更加專注於公司的內生增長，讓投資者更加聚焦於真正的成長股，從而有利於A股發展價值投資。

## 滬綜指過去一年表現



## 「漂亮50」的前世今生

方正證券首席宏觀分析師 任澤平



平心而談

「漂亮50」(Nifty Fifty)這一概念產生於20世紀60年代末70年代初，用來指代當時美國市場最受市場追捧的50隻股票。其主要集中在食品飲料、消費、醫療和通信技術等行業，反映了當時面對長期實行凱恩斯主義的美國經濟所面臨的轉型困難，資本市場用腳投票所選擇的發展方向。

「漂亮50」並沒有嚴格的學術定義，更沒有確定的官方名錄。目前，投資界關於「漂亮50」的名單主要有兩個版本：第一版是學根名單，出自1977年《福布斯》雜誌上刊登的摩根保證信託的一篇文章，其腳註裏曾列出過一份詳細的「漂亮50」名單；同年稍晚時間，《福布斯》雜誌又刊登了Kidder Peabody的一篇文章，其主要討論當時紐約證交所市盈率最高的50家公司，此為第二版被廣為人知的皮博迪版「漂亮50」名單。學根版與皮博迪版名單中有24家公司相同。

## 回報穩定獲得追捧

從歷史上看，「漂亮50」的表現可以分為四個階段。從1969年開始「漂亮50」表現明顯超越標普500，到1972年末達到頂點；20世紀80年代，「漂亮50」與整個市場表現相當；到1995年後，科技股崛起，「漂亮50」表現遜色；2008年後，「漂亮50」再次大放異彩，表現超越標普500。

對於「漂亮50」的推崇來自於市場對於確定性的追求。20世紀60年代末，美國經濟增速放緩，而西歐日本等經濟體在世界經濟中的比重不斷上升，美元貶值壓力不斷加大，布雷頓森林體系開始出現裂痕，全球經濟不確定性不斷加大。1968年尼克松總統上任後減少政府開支，回歸財政平衡

，凱恩斯主義的政府投資刺激模式難以為續。從市場層面來看，主題熱潮退去，市場開始重新關注基本面確定的股票。在這樣的背景之下，投資者更加傾向於追逐確定性機會，「漂亮50」應運而生。

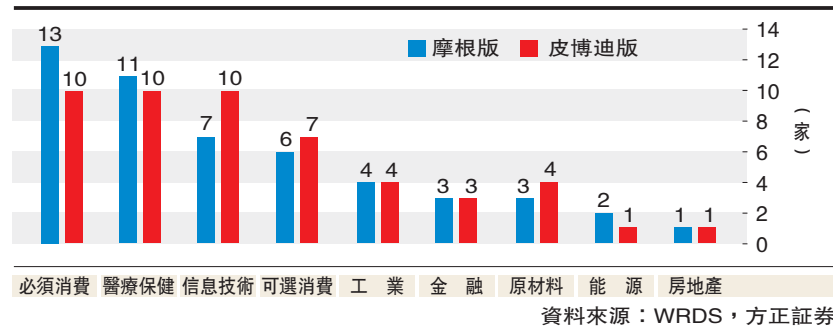
「漂亮50」行業分布高度集中，囊括了眾多消費類龍頭公司，這其中既包括以寶潔、旁氏、吉列等公司為代表的日用消費品龍頭，還包括可口可樂、百事可樂、麥當勞等與當時流行文化聯繫緊密的知名飲料及餐飲行業巨頭。出現這一情形來自三方面的因素：戰後成長起來的年輕一代改變其消費習慣，食品飲料行業龍頭構築護城河；60年代美國人均GDP的快速上行帶來消費升級，醫療保健和可選消費增長迅速；消費行業經歷了長期激烈競爭後，市場集中度提升，龍頭企業盈利改善。

「漂亮50」的今天：大浪淘沙，穿越牛熊。在經歷了近半個世紀的市場競爭後，兩個版本「漂亮50」中的76家公司，依然有49家仍然活躍於市場，佔比達到64.5%。而餘下的27家公司中，有18家公司是被併購，最終退市的僅有9家，退市佔比僅為11.8%。時至今日，上述49家公司仍然依靠其穩健的經營為長期堅持的價值投資者帶來豐厚的回報。

## 過去七年跑贏標普

20世紀90年代後期到2008年，「漂亮50」的整體表現略遜於標普500。這主要是由於1994年，克林頓政府提出「信息高速公路」計劃後，美國經濟開始新一輪經濟轉型，以蘋果、微軟、谷歌和亞馬遜為代表的科網股成為了華爾街的新寵。而在2008年全球金融危機後，投資者更加關注企業盈利，「漂亮50」的整體表現再次超越標普500。從2009年至2016年末，「漂亮50」整體漲幅達224.8%，遠高於同期標普500的180.6%。

## 美股漂亮50的行業分類



## 樓市無97爆煲條件

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

金管局推「新三招」收緊按揭，劍指投資市場，發展商「見招拆招」，推高成數按揭力吸購買力，新盤繼現大手客成交個案，樓市氣氛持續，市場人士將當下市況與1997年樓市狂潮相提並論。

差餉物業估價署剛公布4月份樓價指數按月升約2.1%，而據美聯「樓價走勢圖」顯示，3月及4月份樓價分別按月升約2.7%及2.4%，而5月份按月升幅收窄至約0.7%，以實用面積計算的平均呎價約1.1509萬港元。樓價繼創紀錄新高，若以今年首五個月累計，樓價累升約6.8%，資產樓價漲不停，交投氣氛持續升溫。以筆者經驗，目前資產價格熱絡讓樓市輕微泡沫，但無爆煲條件。

筆者踏入地產圈近三十年，見盡樓市高低起伏，對於1997年至2003年之間的樓市爆煲感受至深，當年樓價插水、新盤劈價、發展商委託銷售，均是樓市轉捩點的印記。97年金融風暴樓市泡沫爆破，樓市新秩序誕生，樓價跌勢之深前所未見，意想不到這一跌跌足七成。回想當時樓價癡狂，縱然供樓負擔比率高達逾九成，但人人都直覺樓市未升停，炒風熾熱，連家庭主婦都炒樓。樓市甫轉向，銀主盤隨即湧現，並爆發破產潮。

眼下樓市情況，人人都看樓價續漲，想盡辦法上車買樓，「樓仔」升格，連公居屋皆破頂，確實與當年今日有幾分相似。惟近年政府狂推辣招，現時炒賣風氣不似當年瘋狂，97年每月逾千宗「摸貨」的經典情況不再復見。現時市場資金充裕，今年初存款數字逾10萬億港元，遠高於1997年不足3萬億港元水平，相信縱使未來樓價下調，亦不能與97年樓市爆煲後之情況相提並論。

## 下半年仍「易升難跌」

當然，以目前情況所見，下半年樓價仍然是「易升難跌」。觀乎上半年一手交投暢旺，消耗部分購買力，而預期近月推出的新辣招將影響部分需求，加上本港的按揭息率有機會跟隨美息上升，相信無論樓價或成交的升幅於下半年將會放緩。至於未來樓價走勢會否逆轉，在未有發生重大的負面事件下，仍然取決於經濟、就業、息率走勢及供應等情況。而息率走勢方面，若然美息上升幅度及速度加快，本港實際利率將由負變正，若情況持續一段時間之下，投資者需求將會減少，屆時或阻礙樓價升勢。

最後，引述老關黃建業對買樓者之言：力不逮不買，自住樓不沽，投資沽弱買強，收租揸十年。距離新政府上任不足一個月，再籲新政府推行房策要鑒古知今，秉持「匡正樓市、助民安居、扶持營商」原則。