

2007年10月18日

A/H 股换股传言点评

——A/B 换股可能性更大

基本结论

- 媒体报道，中国证监会副主席屠光绍昨日表示证监会正在研究允许在大陆和香港交易所同时交易的公司股票之间互换的提议，中国证监会不久将宣布研究结果。另有消息称，中国其他部委也很关注市场对这项计划的反应，尤其是国家外汇管理局，因为这将是放开资本帐户的一个重大举动。
- 目前情况下如果启动 A/H 股互换，我们认为有利有弊：有利面在于消除由于对于同股采取不同估值标准对于实体经济的紊乱信号，使资源配置更有合理有效；同时，A/H 股目前情况下互换可以降低内地市场的投机气氛，抑制蓝筹泡沫的产生发展，为股指期货推出创造良好市场环境。不利方面在于会导致外汇储备剧增、升值压力增大、港交所利益受损、资本项目开放力度过大等问题。
- 我们认为，短期内全面启动实施 A/H 股互换的条件似乎并不具备，如果仓促启动可能只会造成两地市场暴跌暴涨，巨幅动荡，但是 A/H 互换中长期的全面启动是可能的。但要实现互换，应该具备以下几个前提条件：
 - ◆ 首先，人民币升值压力减小，资本和金融项目项下人民币基本实现可自由兑换，资本进出自由基本成为现实。
 - ◆ 沪深交易所和香港交易所应该形成统一交易平台，结成利益统一联盟，消除双方在信息披露、监管等方面的基本差异。
- 截止 10 月 18 日收盘，共有 48 只股票同时在香港和内地证券市场交易，A/H 平均溢价幅度高达 104%。其中，共有 14 只股票的溢价幅度在 100% 以上，洛阳玻璃的溢价最高，竟然高达 950%；溢价为负的唯一一只股票为海螺水泥，约-2%。
- 从最新统计数据来看，当前现存的 87 只 B 股相对 A 股普遍存在大幅折价，平均折价率约为 39%。最高的*ST 东方 B 折价率高达 64%，唯一一只存在溢价的 ST 中华 B 折价率近-12%。
- 如果管理层意图采取换股方式来解决同股不同权和同股不同价问题，我们认为，A/B 股互换的紧迫性和现实可能性似乎更大。

宏观策略部

赵文娟

(8621)61038272
zhaowj@china598.com

杨帆

(8621)61038299
yangfan@china598.com

联系人：赵莉

(8621)61038257
zhaoli@china598.com

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

国金证券研究所

事件：媒体报道，中国证监会副主席屠光绍昨日表示证监会正在研究允许在大陆和香港交易所同时交易的公司股票之间的互换问题，并不久将宣布研究结果。另有消息称，中国其他部委也很关注市场对这项计划的反应，尤其是国家外汇管理局，因为这将是放开资本帐户的一个重大举动。受此消息影响，周四中港两地股市严重分化，A股市场暴跌，而港股则在中资股的带领下狂飙。

AH 股换股全面启动？

- 截止 10 月 18 日收盘，共有 48 只股票同时在香港和内地证券市场交易，A/H 平均溢价幅度高达 104%。其中，共有 14 只股票的溢价幅度在 100% 以上，洛阳玻璃的溢价最高，竟然高达 950%；溢价为负的唯一一只股票为海螺水泥，约-2%。
- 从数据来看，A 股和 H 股存在明显的价差及估值差距。长远来看，二者同股同价，同股同权是必然的发展趋势，对 A 股、H 股的投资者才公平，才会减少套利机会，也有利于市场效率的提高。
- 目前情况下如果启动 A/H 股互换，我们认为有利有弊：有利面在于可以使同股同权、同股同价得以实现，消除由于对于同股采取不同估值标准对于实体经济的紊乱信号，使资源配置更合理有效；同时，A/H 股目前情况下互换可以降低内地市场的投机气氛，抑制蓝筹泡沫的产生发展，为股指期货推出创造良好市场环境。
- 但是，目前如果实施 A/H 股互换，也会导致不少问题：在目前估值条件下，A/H 股互换意味着将近 6200 亿流通市值的 H 股将转成 A 股，外汇储备将面临巨额增长，在目前情况下会给汇率改革和人民币升值带来巨大压力；A/H 互换后，必然导致 A 股吸收 H 股局面，因此，港交所交易量和活跃程度都会有明显下降，这可能未必是港交所所希望的；A/H 股互换后，大量国际资金会进入国内股市，相当于资本项目开放力度加大，国际资本获得了除 QFII 之外的直接进入通道，这同预示着目前的外汇管理体制要有大的突破，这难度较大。
- 我们认为，短期内全面启动实施 A/H 股互换的条件似乎并不具备，如果仓促启动可能只会造成两地市场暴跌暴涨，巨幅动荡，但是 A/H 互换中长期的全面启动是可能的。但要实现互换，应该具备以下几个前提条件：
 - ◆ 首先，人民币升值压力减小，资本和金融项目项下人民币基本实现可自由兑换，资本进出自由成为现实。
 - ◆ 沪深交易所和香港交易所应该形成统一交易平台，结成利益统一联盟，消除双方在信息披露、监管等方面的差异。
- 从目前来看，要完全达到上述条件尚需时日。

AB 股合并或再提上议事日程

- 如果管理层意图采取换股方式来解决同股不同权和同股不同价问题，我们认为，A/B 股互换的紧迫性和现实可能性似乎更大。
- 2006 年下半年 A/B 股合并一事曾炒得沸沸扬扬，主要缘于 2006 年初五部委联合发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，推高了投资者对 AB 股合并的预期；再加之截至去年下半年股权分置改革已接近尾声，市场普遍认为 AB 股合并已是大势所趋。
- AB 股并轨的方式主要有三种：1、定向回购；2、A、B 股合并；3、换股上市。通过上述三种方式，能够有效的解决目前 B 股市场存在的问题，如有 A 股的 B 股可以通过 B 股换股成 A 股上市的方式解决，或者是通过定向回购的方式解决，无 A 股的公司可以通过发行 A 股，持有 B 股。无论

哪种方式，最终都将对 B 股市场产生深远的影响，B 股市场将最终成为 A 股市场的一部分。

- 直到 2007 年上半年有媒体称，备受市场关注的 A、B 股合并计划已生变数，中国证监会暂时搁置 A 股与 B 股合并计划，转而研究 B 股与 H 股合并建议，但由于涉及到沪深交易所和港交所的合作问题，这导致 B/H 股的操作难度事实上比 A/B 股互换可能性小。
- 从最新统计数据来看，当前现存的 87 只 B 股相对 A 股普遍存在大幅折价，平均折价率约为 39%。最高的*ST 东方 B 折价率高达 64%，唯一一只存在溢价的 ST 中华 B 折价率近-12%。
- 我们认为，相对 A/H 股互换，A/B 股合并要更为容易、可行、现实，而且相对更为迫切。

图表1: A-H 股对照列表(截止到 2007 年 10 月 18 日收盘)

代码	名称	AH 价格比	A 股溢价率(%)	A 股价格	H 股代码	H 股名称	H 股价格(CNY)
000063.SZ	中兴通讯	1.361	36.1	57.3	0763	中兴通讯	40.7894
000338.SZ	潍柴动力	1.3218	32.18	93.85	2338	潍柴动力	68.7898
000585.SZ	东北电气	2.4077	140.77	6.26	0042	东北电气	2.5191
000666.SZ	经纬纺机	1.9493	94.93	10.39	0350	经纬纺织机械股份	5.1641
000756.SZ	新华制药	2.3419	134.19	7.33	0719	山东新华制药股份	3.0326
000898.SZ	鞍钢股份	1.0356	3.56	34.59	0347	鞍钢股份	32.3603
000921.SZ	ST 科龙	8.8539	785.39	7.88	0921	海信科龙	0.8623
600011.SH	华能国际	1.4935	49.35	16.13	0902	华能国际电力股份	10.4638
600012.SH	皖通高速	1.2959	29.59	9.46	0995	安徽皖通高速公路	7.0728
600026.SH	中海发展	1.5325	53.25	38.16	1138	中海发展股份	24.1249
600027.SH	华电国际	1.6215	62.15	9.94	1071	华电国际电力股份	5.9392
600028.SH	中国石化	2.0334	103.34	24.93	0386	中国石油化工股份	11.8783
600029.SH	南方航空	1.8942	89.42	22.39	1055	中国南方航空股份	11.452
600036.SH	招商银行	1.014	1.4	39.85	3968	招商银行	38.0766
600115.SH	东方航空	2.0412	104.12	16.35	0670	中国东方航空股份	7.7606
600188.SH	兖州煤业	1.503	50.3	24.89	1171	兖州煤业股份	16.0445
600332.SH	广州药业	1.6897	68.97	15.68	0874	广州药业股份	8.9911
600362.SH	江西铜业	2.1447	114.47	65.95	0358	江西铜业股份	29.7928
600377.SH	宁沪高速	1.077	7.7	9.37	0177	江苏宁沪高速公路	8.4292
600548.SH	深高速	1.4909	49.09	13.12	0548	深圳高速公路股份	8.5261
600585.SH	海螺水泥	0.9801	-1.99	85.02	0914	安徽海螺水泥股份	84.0495
600600.SH	青岛啤酒	1.4399	43.99	37.15	0168	青岛啤酒股份	24.9968
600685.SH	广船国际	1.3322	33.22	88.99	0317	广州广船国际股份	64.7205
600688.SH	S 上石化	3.1023	210.23	21.84	0338	上海石油化工股份	6.8208
600775.SH	南京熊猫	2.5301	153.01	8.4	0553	南京熊猫电子股份	3.2166
600806.SH	昆明机床	1.5458	54.58	32.54	0300	交大科技	20.3947
600808.SH	马钢股份	1.5541	55.41	12.65	0323	马鞍山钢铁股份	7.8866
600860.SH	北人股份	2.5218	152.18	10.39	0187	北人印刷机械股份	3.9917
600871.SH	S 仪化	3.3512	235.12	13.74	1033	仪征化纤股份	3.9724
600874.SH	创业环保	2.1826	118.26	10.28	1065	天津创业环保股份	4.5634
600875.SH	东方电机	1.1111	11.11	80	1072	东方电机股份	69.7586
600876.SH	洛阳玻璃	10.5057	950.57	9.14	1108	洛阳玻璃股份	0.8429
601005.SH	重庆钢铁	1.5752	57.52	8.38	1053	重庆钢铁股份	5.1544
601088.SH	中国神华	1.6051	60.51	82.26	1088	中国神华	49.6546
601111.SH	中国国航	1.974	97.4	22.82	0753	中国国航	11.2001
601318.SH	中国平安	1.2673	26.73	136.24	2318	中国平安	104.1535
601328.SH	交通银行	1.2645	26.45	14.82	3328	交通银行	11.3552
601333.SH	广深铁路	1.6426	64.26	10.48	0525	广深铁路股份	6.1814
601398.SH	工商银行	1.1235	12.35	7.64	1398	工商银行	6.5883
601588.SH	北辰实业	1.9475	94.75	12.25	0588	北京北辰实业股份	6.0942
601600.SH	中国铝业	2.0452	104.52	50.72	2600	中国铝业	24.028
601628.SH	中国人寿	1.3251	32.51	67.98	2628	中国人寿	49.703
601808.SH	中海油服	2.1594	115.94	45.24	2883	中海油田服务	20.2978
601919.SH	中国远洋	1.4475	44.75	54.86	1919	中国远洋	36.7202
601939.SH	建设银行	1.3137	31.37	9.59	0939	建设银行	7.0728
601988.SH	中国银行	1.4114	41.14	6.69	3988	中国银行	4.5924
601991.SH	大唐发电	1.9669	96.69	19	0991	大唐发电	9.3593
601998.SH	中信银行	1.6888	68.88	10.96	0998	中信银行	6.288

来源: 国金证券研究所

图表2: A-B 股对照列表(截止到 2007 年 10 月 18 日收盘)

代码	名称	AB 股价格比	B 股折价率 (%)	B 股价格 (CNY)	A 股代码	A 股简称	A 股价格 (CNY)
200002.SZ	万科 B	1.504	33.5088	20.3463	000002.SZ	万科 A	30.6
200011.SZ	深物业 B	2.2551	55.6556	6.0264	000011.SZ	S 深物业 A	13.59
200012.SZ	南玻 B	2.2027	54.6018	10.832	000012.SZ	南玻 A	23.86
200016.SZ	深康佳 B	1.3645	26.7124	5.9876	000016.SZ	深康佳 A	8.17
200017.SZ	ST 中华 B	0.8938	-11.8768	3.9045	000017.SZ	SST 中华 A	3.49
200018.SZ	ST 中冠 B	2.0722	51.742	3.7786	000018.SZ	ST 中冠 A	7.83
200019.SZ	深深宝 B	1.9206	47.932	9.8825	000019.SZ	深深宝 A	18.98
200020.SZ	ST 华发 B	2.396	58.2641	3.2554	000020.SZ	ST 华发 A	7.8
200022.SZ	深赤湾 B	1.4783	32.3553	18.6023	000022.SZ	深赤湾 A	27.5
200024.SZ	招商局 B	1.9338	48.2894	38.2607	000024.SZ	招商地产	73.99
200025.SZ	深特力 B	1.957	48.9011	7.6444	000025.SZ	特力 A	14.96
200026.SZ	飞亚达 B	2.6396	62.1154	8.6036	000026.SZ	S 飞亚达 A	22.71
200028.SZ	一致 B	1.7224	41.9398	9.3593	000028.SZ	一致药业	16.12
200029.SZ	深深房 B	1.699	41.1425	4.8734	000029.SZ	深深房 A	8.28
200030.SZ	*ST 盛润 B	1.0182	1.7842	2.8679	000030.SZ	S*ST 盛润	2.92
200037.SZ	深南电 B	1.7145	41.6734	5.8035	000037.SZ	深南电 A	9.95
200039.SZ	中集 B	1.8655	46.3939	15.7441	000039.SZ	中集集团	29.37
200045.SZ	深纺织 B	1.6678	40.0412	4.5149	000045.SZ	深纺织 A	7.53
200055.SZ	方大 B	1.7911	44.1672	4.9412	000055.SZ	方大 A	8.85
200056.SZ	深国商 B	2.1787	54.1019	5.7648	000056.SZ	深国商	12.56
200058.SZ	*ST 赛格 B	2.4561	59.2845	3.4201	000058.SZ	*ST 赛格	8.4
200413.SZ	*ST 宝石 B	2.3132	56.769	3.0132	000413.SZ	*ST 宝石 A	6.97
200418.SZ	小天鹅 B	1.9453	48.593	8.2354	000418.SZ	小天鹅 A	16.02
200429.SZ	粤高速 B	1.4571	31.3719	6.5883	000429.SZ	粤高速 A	9.6
200488.SZ	晨鸣 B	1.7361	42.3986	8.4098	000488.SZ	晨鸣纸业	14.6
200505.SZ	珠江 B	2.1064	52.5257	6.6464	000505.SZ	珠江控股	14
200513.SZ	丽珠 B	1.9952	49.8806	18.2535	000513.SZ	丽珠集团	36.42
200521.SZ	皖美菱 B	1.7456	42.7143	4.3308	000521.SZ	美菱电器	7.56
200530.SZ	大冷 B	1.8195	45.0385	7.5572	000530.SZ	大冷股份	13.75
200539.SZ	粤电力 B	2.0114	50.2835	7.9447	000539.SZ	粤电力 A	15.98
200541.SZ	粤照明 B	1.7031	41.284	15.5891	000541.SZ	佛山照明	26.55
200550.SZ	江铃 B	1.9604	48.9889	11.452	000550.SZ	江铃汽车	22.45
200553.SZ	沙隆达 B	2.2017	54.5812	4.7281	000553.SZ	沙隆达 A	10.41
200570.SZ	苏常柴 B	1.7898	44.1276	8.6714	000570.SZ	苏常柴 A	15.52
200581.SZ	苏威孚 B	1.5478	35.3909	11.7524	000581.SZ	威孚高科	18.19
200596.SZ	古井贡 B	2.1144	52.7049	11.1711	000596.SZ	古井贡酒	23.62
200613.SZ	ST 东海 B	2.4083	58.4774	3.3135	000613.SZ	ST 东海 A	7.98
200625.SZ	长安 B	2.145	53.38	9.1655	000625.SZ	长安汽车	19.66
200725.SZ	*ST 东方 B	2.7784	64.0085	4.2146	000725.SZ	*ST 东方 A	11.71
200726.SZ	鲁泰 B	1.9897	49.7422	8.187	000726.SZ	鲁泰 A	16.29
200761.SZ	本钢板 B	1.6169	38.1514	9.0299	000761.SZ	本钢板材	14.6
200869.SZ	张裕 B	1.3549	26.194	53.2879	000869.SZ	张裕 A	72.2
900901.SH	上电 B 股	1.3124	23.8047	5.8137	600602.SH	广电电子	7.63
900902.SH	二纺 B 股	1.4769	32.2883	5.5659	600604.SH	二纺机	8.22
900903.SH	大众 B 股	1.5005	33.3553	16.3746	600611.SH	大众交通	24.57
900904.SH	永生 B 股	1.4623	31.6162	9.3891	600613.SH	永生数据	13.73
900905.SH	中铅 B 股	1.5735	36.4481	13.956	600612.SH	中国铅笔	21.96
900906.SH	*ST 中纺 B	2.3371	57.2111	6.9104	600610.SH	S*ST 中纺	16.15

900907.SH	ST 鼎立 B	1.2872	22.3108	14.4968	600614.SH	ST 鼎立	18.66
900908.SH	氯碱 B 股	1.4484	30.9575	5.0401	600618.SH	氯碱化工	7.3
900909.SH	双钱 B 股	1.5554	35.7081	6.8728	600623.SH	双钱股份	10.69
900910.SH	海立 B 股	1.4886	32.8218	7.5038	600619.SH	海立股份	11.17
900911.SH	金桥 B 股	1.6314	38.7045	13.295	600639.SH	浦东金桥	21.69
900912.SH	外高 B 股	1.9469	48.6371	8.6906	600648.SH	外高桥	16.92
900913.SH	联华 B 股	2.1952	54.4456	8.5779	600617.SH	联华合纤	18.83
900914.SH	锦投 B 股	1.1635	14.0528	13.3476	600650.SH	锦江投资	15.53
900915.SH	永久 B 股	1.7891	44.1064	8.5629	600818.SH	上海永久	15.32
900916.SH	金山 B 股	1.6769	40.3662	7.2634	600679.SH	金山开发	12.18
900917.SH	海欣 B 股	1.8879	47.0322	7.8869	600851.SH	海欣股份	14.89
900918.SH	耀皮 B 股	1.5438	35.2255	7.8118	600819.SH	耀皮玻璃	12.06
900919.SH	ST 大江 B	1.862	46.2949	4.334	600695.SH	ST 大江	8.07
900920.SH	上柴 B 股	1.9168	47.8299	9.4793	600841.SH	上柴股份	18.17
900921.SH	ST 丹科 B	2.0884	52.1173	8.2023	600844.SH	ST 丹科	17.13
900922.SH	三毛 B 股	1.4946	33.0914	7.9019	600689.SH	上海三毛	11.81
900923.SH	友谊 B 股	1.2638	20.875	13.926	600827.SH	友谊股份	17.6
900924.SH	上工 B 股	1.5231	34.3424	5.5809	600843.SH	上工申贝	8.5
900925.SH	机电 B 股	1.4497	31.0213	20.6936	600835.SH	上海机电	30
900926.SH	宝信 B	1.7545	43.0041	20.7237	600845.SH	宝信软件	36.36
900927.SH	物贸 B 股	1.327	24.6416	9.2314	600822.SH	上海物贸	12.25
900928.SH	自仪 B 股	1.8114	44.7944	7.8944	600848.SH	自仪股份	14.3
900930.SH	沪普天 B	1.6671	40.0139	6.8804	600680.SH	上海普天	11.47
900932.SH	陆家 B 股	1.4132	29.2407	18.3125	600663.SH	陆家嘴	25.88
900933.SH	华新 B 股	1.3186	24.1609	26.6726	600801.SH	华新水泥	35.17
900934.SH	锦江 B 股	1.3728	27.1585	13.971	600754.SH	锦江股份	19.18
900936.SH	鄂绒 B 股	1.4569	31.359	9.0812	600295.SH	鄂尔多斯	13.23
900937.SH	华电 B 股	1.3826	27.6731	5.2654	600726.SH	华电能源	7.28
900938.SH	ST 天海 B	2.3606	57.6383	5.9264	600751.SH	SST 天海	13.99
900940.SH	*ST 华源 B	1.8554	46.1039	3.32	600094.SH	*ST 华源	6.16
900941.SH	东信 B 股	1.3333	24.9985	5.0626	600776.SH	东方通信	6.75
900942.SH	黄山 B 股	1.2633	20.8395	20.273	600054.SH	黄山旅游	25.61
900943.SH	开开 B 股	1.7442	42.668	7.3385	600272.SH	开开实业	12.8
900945.SH	海航 B 股	1.0562	5.3168	10.1027	600221.SH	海南航空	10.67
900946.SH	ST 轻骑 B	1.9157	47.7987	4.98	600698.SH	SST 轻骑	9.54
900947.SH	振华 B 股	1.1561	13.5031	26.4248	600320.SH	振华港机	30.55
900952.SH	锦港 B 股	1.3141	23.901	6.3771	600190.SH	锦州港	8.38
900955.SH	九龙山 B	1.1432	12.53	14.8874	600555.SH	九龙山	17.02

来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。