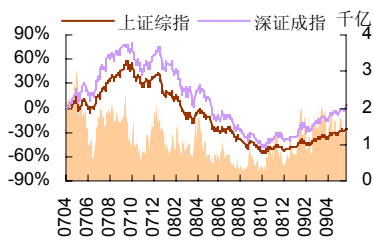


陈文招、苏舟
86-21-68407567
chenwz@cmschina.com.cn

2009年6月21日

关于在境内证券市场实施国有股转持的分析

A股市场走势



内容摘要:

近日，国务院决定在境内证券市场实施国有股转持。股改新老划断后，凡在境内首次公开发行并上市的含国有股的股份有限公司，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将部分国有股转由社保基金持有。简评如下：

- **主要目的在于充实社保基金总资产，有利于解决我国老龄化高峰时期养老金收支缺口问题，并提高社保基金在维护股市稳定方面的作用。**截至2008年底，全国社保基金资产总额5623.70亿元，占GDP的比重不足2%，而发达国家社会保障支出占GDP的比重多在10%以上。本次转持涉及的国有股约83.94亿股，发行市值约639.33亿元，最新转持市值超过800亿元，按发行价计入的社保基金资产增加11.4%。
- **国有股转持在一定程度上降低了近期大小非减持压力。**根据财政部公布的实施办法，社保基金转持国有股后，在承继原国有股东的法定和自愿承诺禁售期基础上，再将禁售期延长三年，这就意味着社保基金转持的这部分国有股将至少还有三年禁售期，在一定程度上降低了近期大小非减持压力。首先，从时点上看，财政部等四部门选择在IPO重启后立即公布并执行国有股转持实施办法，能够较好地缓解投资者对IPO重启带来的市场稳定性担忧；其次，800亿转持国有股中，有相当数量的小非将被再次锁定，其中转持市值超过10亿元的上市公司有23家。
- **社保基金合并多个国有股东角色，将成为部分企业大股东，有利于市场长期稳定。**由于社保基金承接的股份来自相关的国有股东按比例转持，相当于社保基金将多个国有股东角色合并于一身，而根据社保基金“长期投资、责任投资”的投资理念，未来社保基金在禁售期满后的套现动力必然小于大小非，长期来看，这将有利于市场稳定。此外，在承接10%的首发股份后，社保基金可能成为部分中小企业的大股东之一，提高了上市公司国有股的集中度，对企业的经营管理具有积极影响。
- **潜在负面影响。**1) 社保基金有其风险控制和收益性要求，不排除社保基金在未来禁售期满后抛售国有股的可能；2) 转持首发股份10%的要求可能会降低含国有股的企业上市动力，也不排除国有股东为了避免大规模转持而在首次发行时减少发行规模，转而通过增资扩股或者其它形式筹集资金。

事件

近日，国务院决定在境内证券市场实施国有股转持。股改新老划断后，凡在境内首次公开发行并上市的含国有股的股份有限公司，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将部分国有股转由社保基金持有。

分析

- **主要目的在于充实社保基金总资产，有利于解决我国老龄化高峰时期养老金收支缺口问题，并提高社保基金在维护股市稳定方面的作用。**

按照国际标准，我国已经进入老龄化社会。根据中国人口研究中心 2003 年的预测，到 2035 年，中国老龄人口呈加速增长态势，60 岁以上和 65 岁以上人口的年均增长率分别为 3.53% 和 3.73%。此外，由于我国人口基数大、人均收入水平较低、养老保障体系还不完善等原因，未来人口老龄化问题将比发达国家更严重。

社保基金的成立，主要用于弥补今后人口老龄化高峰时期的社会保障需要，但其目前的规模还远远不够。截至 2008 年底，全国社保基金资产总额 5623.70 亿元，占 GDP 的比重不足 2%，而发达国家社会保障支出占 GDP 的比重多在 10% 以上，其中日本为 13.8%、瑞典为 49.0%、法国为 34.9%、德国为 29.7%、英国为 24.5%、美国为 18.0%（均为 1991 年数）。

全国社会保障基金的来源有：中央财政预算拨款、国有股减持划入资金、经国务院批准的以其他方式筹集的资金、投资收益、股权资产。此前社保基金的主要来源是中央财政预算拨款，而国有股减持划入资金在经过多年的讨论论证后终于付诸实施。本次转持涉及的国有股约 83.94 亿股，发行市值约 639.33 亿元，最新转持市值超过 800 亿元，按发行价计入的社保基金资产增加 11.4%，社保基金对 A 股市场的影响力也将进一步提高。

- **国有股转持在一定程度上降低了近期大小非减持压力。**

今年 A 股大小非解禁高峰时期，全年解禁总规模达 4.8 万亿元，而 7 月份就有 9196 亿元，大小非解禁已成为影响当前市场稳定的重要因素。而根据财政部公布的实施办法，社保基金转持国有股后，在承继原国有股东的法定和自愿承诺禁售期基础上，再将禁售期延长三年，这就意味着社保基金转持的这部分国有股将至少还有三年禁售期，在一定程度上降低了近期大小非减持压力。首先，从时点上看，财政部等四部门选择在 IPO 重启后立即公布并执行国有股转持实施办法，能够较好地缓解投资者对 IPO 重启带来的市场稳定性担忧；其次，800 亿转持国有股中，有相当数量的小非将被再次锁定，其中转持市值超过 10 亿元的上市公司有 23 家。

表 1：转持市值超过 10 亿元的国有股

股票简称	转持市值（万元）	股票简称	转持市值（万元）
工商银行	775,905	中国太保	197,000
中国石油	564,800	北京银行	185,400
建设银行	531,900	中煤能源	180,599
中国平安	519,570	中国南车	160,500
中国神华	506,160	广深铁路	148,941
中国人寿	403,950	中国铝业	148,779
兴业银行	338,638	平煤股份	136,567

中国中铁	314,160	中信银行	133,972
大秦铁路	306,970	紫金矿业	130,480
中国银行	278,571	中国国航	109,321
中国铁建	246,470	南京银行	100,359
中国远洋	240,644		

数据来源：财政部，wind，招商证券研发中心

□ 社保基金合并多个国有股东角色，将成为部分企业大股东，有利于市场长期稳定。

由于社保基金承接的股份来自相关的国有股东按比例转持，相当于社保基金将多个国有股东角色合并于一身，而根据社保基金“长期投资、责任投资”的投资理念，未来社保基金在禁售期满后的套现动力必然小于大小非，长期来看，这将有利于市场稳定。此外，在承接 10% 的首发股份后，社保基金可能成为部分中小企业的大股东之一，提高了上市公司国有股的集中度，对企业的经营管理具有积极影响。

表 2：转持比例较高的上市公司

股票简称	转持比例 (%，占总股本)	股票简称	转持比例 (%，占总股本)
北辰实业	4.455	万丰奥威	2.813
江苏宏宝	4.076	连云港	2.790
德棉股份	3.977	江山化工	2.715
广深铁路	3.879	世博股份	2.558
云南盐化	3.766	烟台氨纶	2.550
金陵饭店	3.667	东港股份	2.545
中钢天源	3.571	中国海诚	2.544
招商轮船	3.495	达意隆	2.544
平煤股份	3.443	全聚德	2.543
南京银行	3.430	出版传媒	2.541
大同煤业	3.346	广东鸿图	2.537
湘潭电化	3.316	华昌化工	2.536
中工国际	3.158	安纳达	2.534
ST 钛白	3.158	中国南车	2.534
新野纺织	2.844	中材科技	2.527

数据来源：财政部，wind，招商证券研发中心

□ 潜在负面影响。1) 社保基金有其风险控制 and 收益性要求，不排除社保基金在未来禁售期满后抛售国有股的可能；2) 转持首发股份 10% 的要求可能会降低含国有股的企业上市动力，也不排除国有股东为了避免大规模转持而在首次发行时减少发行规模，转而通过增资扩股或者其它形式筹集资金。

小结

从当前的市场环境看，国有股转持实施办法的出台对 A 股市场来说利大于弊。社保基金规模的扩大既有利于解决我国老龄化高峰时期养老金收支缺口问题，也有利于发挥社保基金维护股市稳定的作用；超过 800 亿元国有股转持并延长禁售期将在一定程度上缓解大小非解禁压力；社保基金合并多个国有股东角色，将成为部分企业大股东，有利于市场长期稳定。当然，国有股转持规定也有潜在负面影响，如社保基金抛售国有股的风险以及降低企业上市动力等。

分析师简介

陈文招：南开大学经济学硕士，拥有证券业从业资格。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、产业比较和选择、投资策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。2007 年 9 月份加盟招商证券研发中心。

苏 舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年 4 月加盟招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。