

2010年6月7日
客户服务部分析师
郑峰

国际板开通带来 B 股板块重估机会

报告主题：主题投资研究

报告摘要：

事件：证监会、上交所、上海金融服务办等各方表态来看，国际板有望于年内推出，专家建言国际板推出应考虑 B 股问题，市场预期 B 股并入国际板概率大。

B 股——被边缘化的市场

无论从总市值、流通市值还是日均周转率来看，B 股市场相对于 A 股市场都是凤毛麟角。中国 B 股市场作为人民币资本项目尚未自由兑换约束下通过境内资本市场筹集外资的审慎性制度安排，随着经济和制度的演变，B 股市场所发挥的融资功能越来越弱化，市场的流动性越来越差，处于边缘化的尴尬境地。B 股市场的历史遗留问题亟待解决。

国际板推出或提供 B 股市场改革良机，带来结构性重估机会

历史上，B 股市场的每一次上涨都伴随着制度变革或是制度变革的预期。随着创业板、融资融券、股指期货等创新制度的接连推出，国际板和 B 股改革进入管理层市场体制改革日程安排。近期关于国际板有望在年内推出的预期越来越强烈。我们认为 B 股市场并入国际板的概率较大，国际板的推出为解决 B 股的历史性问题提供了良机。B 股市场若并入国际板将重新激活 B 股市场，降低市场的流动性溢价、制度风险溢价，出现结构性的重估机会。

高折价低估值提供足够的安全边际

从过去 5 年的历史数据来看，不考虑 ST 股，B 股的历史平均折价率为 45.6%。当前 B 股的平均折价率达到 53.12%。市盈率来看，上证 B 股、深证 B 股 2010 年动态市盈率分别为 12.58 倍、10.22 倍，均低于对应的 A 股市场的估值。

布局 B 股正当时

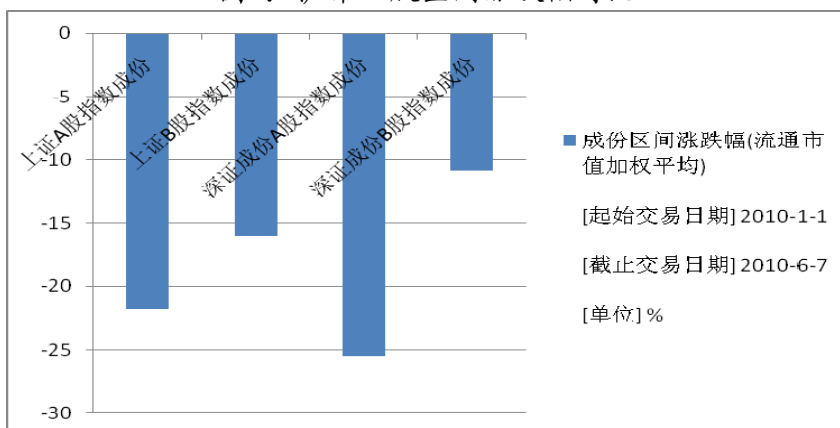
潜在的制度变革预期、高折价提供的安全边际、潜在的回购可能以及人民币升值所带来的人民币资产的吸引力，使得目前布局 B 股具备一定的可行性。方向上，我们认为同样应该遵循 A 股市场大消费加新兴产业的投资思路，规避政策调控的重点行业，综合考虑折价率、估值以及潜在的回购能力等因素，推荐以下组合：**海航 B 股（900945）、晨鸣 B（200488）、一致 B（200028）、友谊 B 股（900923）、小天鹅 B（200418）、东信 B 股（900941）、南玻 B（200012）、粤照明 B（200541）、宝信 B（900926）、双钱 B 股（900909）。**

B 股——被边缘化的市场

B 股，即人民币特种股票，是以人民币标明流通面值，以外币认购和交易的特种股票。沪市 B 股以美元为结算单位，深市 A 股以港元为结算单位。中国 B 股市场是在人民币资本项目尚未自由兑换约束下通过境内资本市场筹集外资的审慎性制度安排。B 股市场自上世纪 90 年代初设立以来，在当时外资不能投资 A 股的前提下，为境内企业打开了一条海外融资的渠道。但是，随着中国经济的逐步市场化、外汇资金的不断流入，一些有实力的境内公司纷纷选择在香港等境外证券市场上市。而 B 股上市公司信息披露制度的不健全、政府对 B 股企业的过度干预和政策多变等问题，逐步使得境外投资者对 B 股市场失去信心。B 股作为外资融资手段，已日益被边缘化，B 股市场日渐低迷。此外，伴随 QFII 的推出，外资直接购买 A 股成为可能，流动性较差的 B 股也愈发成为“鸡肋”。中国加入 WTO 的承诺也即将要兑现，人民币资产项目自由化有望在不远的将来实现，届时，外国资本就可以自由进入购买人民币资产，B 股市场更加没有存在的必要。自 2001 年以来，B 股市场没有发行过任何新股，大量业绩优良的境内企业要么海外上市，要么登陆 A 股市场，对希望投资中国的海外资本而言，B 股寥寥无几的上市公司，越发缺乏吸引力。

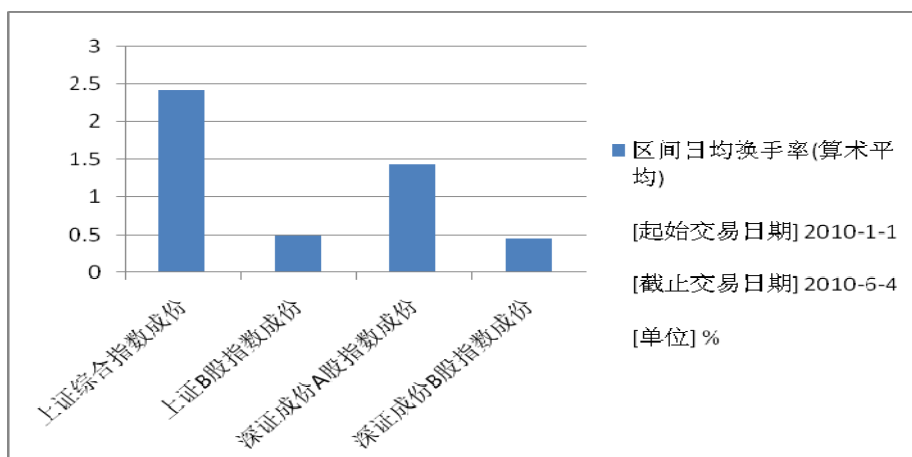
2001 年，证监会宣布 B 股向境内居民开放，吸引大批境内投资者入场，B 股市场出现了一波井喷式行情，但大部分境外投资者则伴随市场的上涨而选择获利离场，B 股市场的投资者结构进而逐步演化为以境内投资者为主。B 股市场越发与之设立的初衷相背离，或许这一特殊历史背景下产生的过渡性的市场结构已经完成了它的历史使命，亟需改革。

图1：沪深AB股区间涨跌幅对比



数据来源：WIND 资讯

图 2: B 股成交低迷



数据来源: WIND 资讯

国际板推出或提供 B 股市场改革良机，带来结构性重估机会

历史上，B股市场的每一次上涨都伴随着制度变革或是制度变革的预期。2001年，证监会宣布B股市场对境内居民开放，吸引了大量境内居民参与，曾带来一波井喷行情。2006年，随着A股市场股权分置改革的推进，A股市场出现了一波持续的大牛市。而B股市场在与A股市场并轨的憧憬中也随之上涨。但由于人民币资本项目下尚不能自由兑换，A、B股市场无法、也不能直接实现并轨流通。存量小、流动性差的B股市场将何去何从？

随着创业板、融资融券、股指期货等创新制度的接连推出，国际板和B股改革进入管理层市场体制改革日程安排。近期关于国际板有望在年内推出的预期越来越强烈。国际板即是允许境外企业在中国国际板面向境内投资者发行上市，使得境内投资者能够分享境外企业的利润，国际板的推出，将引导中国资本市场的进一步开放。在4月14日下午举行的上海市政府新闻发布会上，上海市金融办副主任徐权称，国际板建设已被列为上海国际金融中心建设的重点工作，证监会已就该板块IPO制度草案进行讨论，年内有望推出。而对于B股市场的现状，有专家建议国际板规划要考虑B股问题。我们认为B股市场并入国际板的概率较大，国际板的推出为解决B股的历史性问题提供了良机。未来的这个国际板有两类股票，一个是外国公司在国际板挂牌让境内投资者投资，同时B股在国际版挂牌让境外投资者，包括国内投资者投资。这样实现中国资本市场从过去半封闭走向局部全开放，符合建立多层次资本市场的目标。

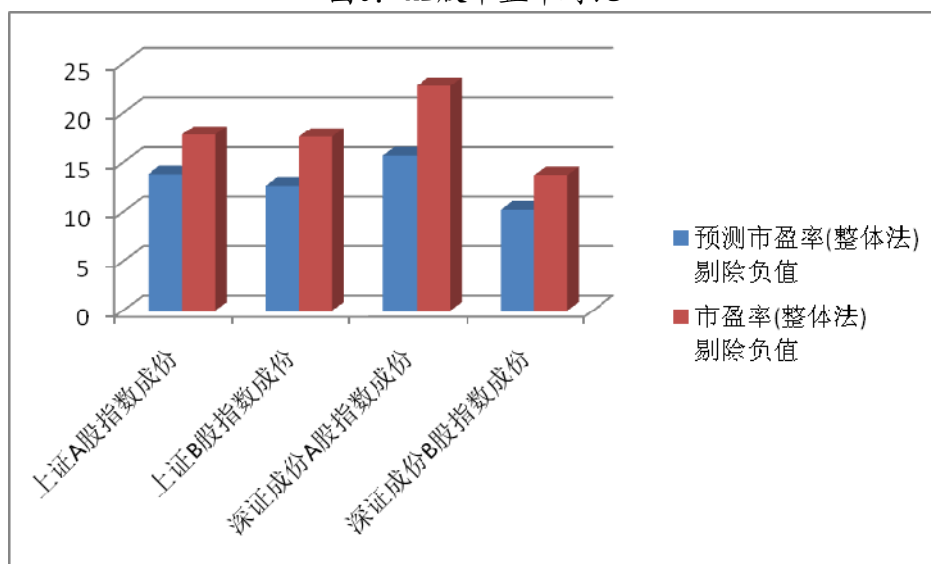
我国证券市场发展20多年，在上市公司规范治理方面做了大量工作，但整体而言仍有许多不规范的地方，国际板推出也能让我们借鉴海外上市公司规范治理的经

验。对原B股市场的信息披露、公司治理等起到良好的示范作用。B股市场若并入国际板将重新激活B股市场，降低市场的流动性溢价、制度风险溢价，出现结构性的重估机会。

高折价低估值提供足够安全边际

从过去 5 年的历史数据来看，不考虑 ST 股，B 股的历史平均折价率为 45.6%。当前 B 股的平均折价率达到 53.12%，剔除 11 只 ST 股后平均折价率为 51.53%，其中沪市的平均折价率高达 54.11%。市盈率来看，上证 B 股、深证 B 股 2010 年动态市盈率分别为 12.58 倍、10.22 倍（整体法，剔除负值），均低于对应的 A 股市场的估值。尤其是深市 B 股，相对于深市 A 股 15.68 倍的估值，有明显的折让。当然，这其中包含着流动性风险溢价以及境外投资者参与所带来的成熟市场的估值标准，但相对国内的经济增速，10 倍的 PE 即使相对于境外成熟市场也还是有一定的吸引力。

图 3：AB 股市盈率对比



数据来源：WIND 资讯

布局 B 股正当时

潜在的制度变革预期将成为促发 B 股市场走出低迷行情的催化剂。国际板推出预期的强化，使得市场更加期待 B 股问题将尽快得到解决，我们认为，无论是采取并入国际板还是 AB 股并轨的方式，对于激活 B 股市场都是一个重大的利好，有望改变目前 B 股市场缺乏流动性的现状，降低流动性溢价。假如以并入国际板的方式来解决 B 股问题，我们认为在中国资本项目尚未实现自由化的情况下，可能性更大，能实现中国资本市场的局部全开放，符合建立多层次资本市场的目标。国际板开通

后，将引进境外大量优质的上市公司，将带来资本市场信息披露、公司治理等方面的成熟经验，降低B股市场的风险溢价。由此，B股市场将面临结构性的重估机会。

此外，B股目前相对于A股的高折价也提供了足够的安全边际。而潜在的回购可能也使得B股的投资吸引力在加大。人民币升值预期也将带来人民币资产价格上涨的预期。综合以上因素，我们认为目前布局B股具备一定的可行性。方向上，我们认为同样应该遵循A股市场大消费加新兴产业的投资思路，规避政策调控的重点行业，综合考虑高折价率、低估值以及良好的盈利能力和充沛的现金流所表征的潜在的回购能力等因素，推荐以下组合：海航B股（900945）、晨鸣B（200488）、一致B（200028）、友谊B股（900923）、小天鹅B（200418）、东信B股（900941）、南玻B（200012）、粤照明B（200541）、宝信B（900926）、双钱B股（900909）。

风险提示：国际板推进进度慢于预期、A股市场非理性下跌对B股市场的负面影响、人民币升值带来境内投资者汇兑风险。

B股推荐投资组合

代码	名称	AB股价格比	B股折价率(%)	市盈率(PE, TTM)	期末现金流/流通市值
900945.SH	海航B股	1.27	21.25	31.30	119.2722566
200488.SZ	晨鸣B	1.48	32.21	9.0986	1.04
200028.SZ	一致B	1.96	48.96	21.25	0.58
900923.SH	友谊B股	2.00	49.96	19.02	39.08120057
200418.SZ	小天鹅B	2.06	51.42	0.31	14.63
900941.SH	东信B股	2.09	52.15	29.84	11.68477604
200012.SZ	南玻B	2.21	54.74	9.5529	0.14
200541.SZ	粤照明B	2.38	57.93	28.74	0.69
900926.SH	宝信B	2.53	60.47	15.1365	3.37584017
900909.SH	双钱B股	3.13	68.05	10.7883	7.919881334

注：数据截至 2010.06.07

附表1：剔除ST股后的AB股折价率

代码	名称	AB股价格比	B股折价率(%)
900933.SH	华新B股	1.26	20.38
900945.SH	海航B股	1.27	21.25
200022.SZ	深赤湾B	1.29	22.22
200869.SZ	张裕B	1.36	26.21
200488.SZ	晨鸣B	1.48	32.21
200550.SZ	江铃B	1.48	32.22
200039.SZ	中集B	1.53	34.75
200726.SZ	鲁泰B	1.54	35.27
200429.SZ	粤高速B	1.55	35.65

900955.SH	九龙山 B	1.56	35.88
900927.SH	物贸 B 股	1.69	40.81
200539.SZ	粤电力 B	1.72	41.83
900952.SH	锦港 B 股	1.72	41.92
900925.SH	机电 B 股	1.73	42.28
900903.SH	大众 B 股	1.85	46.05
200581.SZ	苏威孚 B	1.91	47.56
900914.SH	锦投 B 股	1.91	47.71
200028.SZ	一致 B	1.96	48.96
900923.SH	友谊 B 股	2.00	49.96
200016.SZ	深康佳 B	2.05	51.12
200418.SZ	小天鹅 B	2.06	51.42
200026.SZ	飞亚达 B	2.08	51.95
900936.SH	鄂绒 B 股	2.09	52.10
900941.SH	东信 B 股	2.09	52.15
200596.SZ	古井贡 B	2.13	53.09
200530.SZ	大冷 B	2.15	53.53
200521.SZ	皖美菱 B	2.17	53.94
900947.SH	振华 B 股	2.18	54.20
900934.SH	锦江 B 股	2.20	54.59
200012.SZ	南玻 B	2.21	54.74
900943.SH	开开 B 股	2.21	54.77
900905.SH	老凤祥 B	2.24	55.37
200625.SZ	长安 B	2.28	56.11
200513.SZ	丽珠 B	2.31	56.65
900922.SH	三毛 B 股	2.35	57.45
900942.SH	黄山 B 股	2.35	57.53
200541.SZ	粤照明 B	2.38	57.93
900901.SH	上电 B 股	2.38	57.98
200570.SZ	苏常柴 B	2.46	59.35
200725.SZ	京东方 B	2.53	60.45
900926.SH	宝信 B	2.53	60.47
900910.SH	海立 B 股	2.58	61.20
200045.SZ	深纺织 B	2.65	62.32
900916.SH	金山 B 股	2.76	63.73
200055.SZ	方大 B	2.83	64.67
200020.SZ	深华发 B	2.98	66.41
900930.SH	沪普天 B	3.08	67.58
900915.SH	中路 B 股	3.09	67.67
200025.SZ	深特力 B	3.13	68.02
900909.SH	双钱 B 股	3.13	68.05
900924.SH	上工 B 股	3.27	69.41
900920.SH	上柴 B 股	3.41	70.65

附表2：（期末净现金流/B股流通市值）最高的前20只B股（剔除ST股）

900947. SH	振华B股	3.042387257
900901. SH	上电B股	3.299023908
900926. SH	宝信B	3.37584017
900914. SH	锦投B股	3.468856102
900934. SH	锦江B股	3.504585953
900929. SH	锦旅B股	3.825966825
900955. SH	九龙山B	4.397064099
900903. SH	大众B股	4.684232844
900905. SH	老凤祥B	4.736028673
900920. SH	上柴B股	6.775877822
900933. SH	华新B股	6.917061091
900952. SH	锦港B股	7.116374509
900909. SH	双钱B股	7.919881334
900927. SH	物贸B股	8.575640478
900956. SH	东贝B股	9.050402654
900936. SH	鄂绒B股	10.92147456
900941. SH	东信B股	11.68477604
900925. SH	机电B股	31.60846475
900923. SH	友谊B股	39.08120057
900945. SH	海航B股	119.2722566

附表3：市盈率最低的前二十只B股（剔除ST股、亏损股）

证券代码	证券简称	市盈率(PE, TTM)
		[交易日期] 2010-6-7
200625. SZ	长安B	5.4059
200539. SZ	粤电力B	7.2011
200550. SZ	江铃B	7.7836
200771. SZ	杭汽轮B	8.9962
200488. SZ	晨鸣B	9.0986
200012. SZ	南玻B	9.5529
900910. SH	海立B股	10.3265
900936. SH	鄂绒B股	10.5662
900933. SH	华新B股	10.7298
900909. SH	双钱B股	10.7883
900925. SH	机电B股	10.9405
900948. SH	伊泰B股	11.7654
900924. SH	上工B股	11.822
900903. SH	大众B股	11.9631
900914. SH	锦投B股	12.1273
900949. SH	东电B股	12.9329
900953. SH	凯马B	14.1357
900926. SH	宝信B	15.1365
900943. SH	开开B股	15.9306

重要声明：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及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。我公司或关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。