

国际板投资机会分析

策略深度报告

◆剖析国际板是理解未来股市运行的重要途径

年初以来，无论是对 A 股市场的冲击还是受益板块的崛起，国际板已成为左右市场的一个重要因素。对国际板的争论和分歧也折射出了中国证券市场融资、股市结构以及企业治理的现状。在国内外证券市场的演变和制度演绎中，剖析国际板的运作机制、标的选择及对证券市场影响等将是理解未来股市运行的重要途径。

◆国外国际板借鉴——证券市场成熟的标志，中长期不存在打压股市迹象

从市值占比看，伦敦、香港、新加坡等成熟市场中境外上市企业的市值占比超过 20%。从发展轨迹看，日本提供的参考是：起步阶段上市公司以外资跨国优质公司为主，中长期趋势中国际板的扩容并未打压股市，也并未造成市场 PE 的下降。

◆国际板推出对 A 股的影响：时点、PE、规模、B 股

我们预测未来国际板出台后对 A 股市场的冲击，主要表现在以下几个方面：

时点：新市场推出前心理压力大于实际压力。正式公布前无论涨跌都不是趋势的主导因素，推出之后趋势改变可能性很小。但对同类股票或有趋势加强作用。我们预测今年发布，明年推出的可能性较大。

PE：中国 A 股经历了长期调整，PE 已经接近于国际平均水平，AH 股的零溢价说明了国内外投资者对同一家公司的估值体系和认同度趋于一致。考虑到中国的成长性要远高于发达国家，享受一定的估值优势还是比较合理的。我们并不认为跨国公司的上市一定会拉低中国市场的整体 PE，因为这并不单单是财务数据的比较，更重要的是看上市公司主体所处的经营环境和盈利模式。但不可否认，存在对部分业务相关度高的公司和细分行业的短期影响和估值压力。

规模：分析以纽交所和 H 股为样本比较结果，国际板每年在 A 股融资额大约在 1000 亿人民币左右。以 1000 亿为单位的国际板募集资金计算，占十年来平均每年募集资金的 1/3，占 06-10 年平均每年募集资金的 1/6，占总流通市值的 0.05%。从总发行市值的角度来看，对 A 股市场的冲击并不会很大。

B 股：从国际板与 B 股的发行方式和制度的比较来看，二者并无替代效应，对 B 股市场的影响主要来自于市场情绪面，B 股涨跌更多决定于上市公司本身。

◆受益国际板上市的板块及公司

三条路径选择受益国际板上市公司：一、在 A 股市场长期盈利分红稳定、并有较大规模优势的企业，如张裕 A、烟台万华、天士力等。二、有国际 IPO 经验的券商，如中信证券等。三、在国际板上市的公司控股股东。

分析师

薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)
22169045
xuejun1@ebsecn.com

范敏 (执业证书编号：S0930510120021)
021-22169039
fanmin@ebsecn.com

开文明 (执业证书编号：S0930510120012)
021-22169160
kaiwm@ebsecn.com

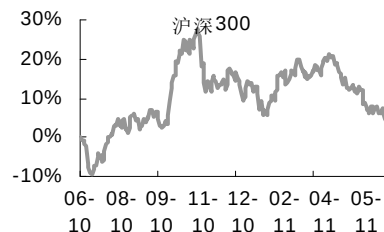
肖超虎 (执业证书编号：S0930510120011)
021-22169120
xiaoch@ebsecn.com

冯钦远 (执业证书编号：S0930510120014)
021-22169119
fengqy@ebsecn.com

联系人

刘名斌
021-22169170
liumb@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

均衡配置、波段攻防(2011 年中期行业配置策略)

..... 2011-06

上下求索、守正居奇

..... 2011-06

前言

自年初以来，国际板越来越受到中国证券市场的关注。不可否认，无论是对 A 股市场的冲击还是受益板块的崛起，它已成为左右市场的一个重要因素。同时，对国际板的争论和分歧也折射出了中国证券市场融资情况、股市结构以及企业治理的现状。

我们认为，在海外企业不断融入中国市场、中国市场日益向海外开放的背景下，国际跨国企业在中国上市融资成必然之势，所以无论是实体面还是市场面都需要对国际板进行深入探讨。其中，国际板的运作机制、标的选择以及对证券市场的影响将是我们分析的重点。

一、国际板出台的背景

2011 年 5 月的陆家嘴金融论坛是国际板出台的重要标志，市场对国际板推出的预期异常强烈。证监会认为国际板推出的准备条件快要成熟，而人民银行也认为人民币跨境使用为上海金融中心建设提供新契机。

表 1：2011 年 5 月 19-21 日陆家嘴金融论坛

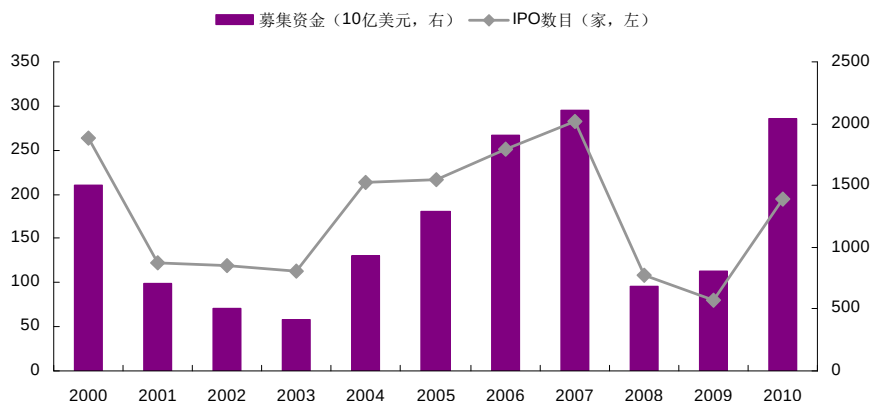
证监会王建军	国际板推出条件快要成熟了
上海市委书记俞正声	推动境外企业在中国发行人民币债券和股票
证监会主席尚福林	做好国际板的各项准备工作
证监会副主席姚刚	国际板将以人民币计价
人民银行行长周小川	人民币跨境使用为上海金融中心建设提供新契机

数据来源：政府网站，光大证券研究所

对此，我们认为国内外证券市场的发展和制度的演绎是推动国际板出台的重要背景和催化剂。

首先，从世界证券发展趋势来看，自 08 年次贷危机以来全球 IPO 市场正逐步恢复，IPO 募集资金也快速增长。2010 年全球 IPO 募集资金总额达到 2850 亿美元，基本恢复到危机以前的水平。

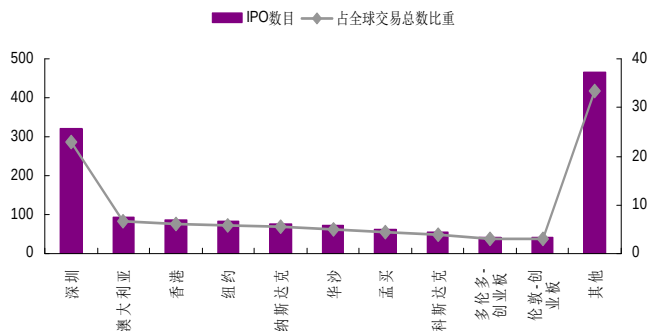
图 1：08 年以来，全球 IPO 交易数目和募集资金持续增长



数据来源：WFE，光大证券研究所

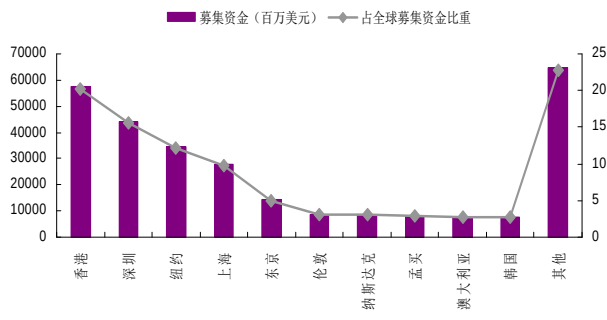
其中，大中华区 IPO 数目和募集资金总额占全球第一，以香港和中国大陆地区为主的 IPO 占全球 36.5%，募集资金占 46.3%。其中深圳和香港 IPO 家数排前三，香港、深圳和上海市场占募集资金总额的前四位。考虑到香港市场多家上市公司来自于中国大陆，不可否认，中国国内的上市公司已经成为了 2010 年 IPO 市场的最大受益者。

图 2：各国各地区 IPO 数量及占全球比重（家，%）



数据来源：WFE，光大证券研究所

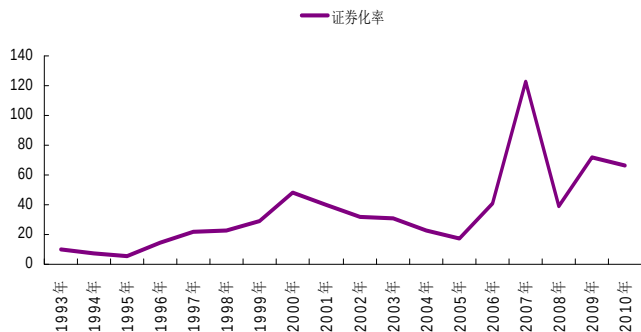
图 3：各国各地区募集资金总额及占全球比重（百万美元，%）



数据来源：WFE，光大证券研究所

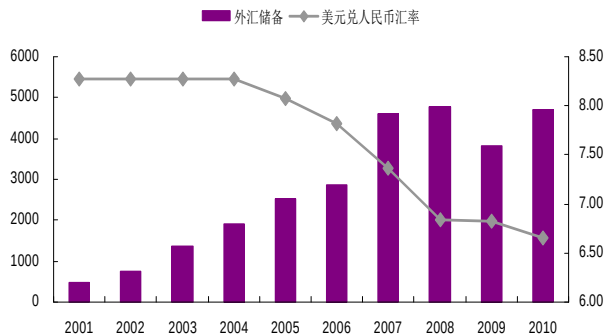
其次，从中国国内的证券市场来看，中国本地所属的大型国有企业已经基本上市，证券化率达到 60% 以上，外汇储备持续增长，人民币对美元连续升值，金融深化和外汇储备的增长都为国际板的推出奠定了基础。

图 4：中国证券化率已经达到 60% 以上（%）



数据来源：WIND，光大证券研究所

图 5：中国的外汇储备和人民币汇率



数据来源：WIND，光大证券研究所

从中国监管来看，国际板出台的规则、准备以及配套措施已经趋于完善，国际板成为多层次资本市场建设的重要一环。同时，上海证交所也把建设国际板写入了战略规划中，大力推进国际板建设、促进红筹公司回归是近期的重要战略目标。

表 2：政府部门对国际板的定位和规划

政府部门及主管	内容
中共中央十七大报告	优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重
“十二五”规划	加快多层次资本市场建设
国务院	通过推进上海加快发展上海建设国际金融中心的目标
证监会研究中心主任祁斌	中国资本市场“十二五”规划重点关注上海国际金融中心建设等四大议题
国务院	推进场外交易市场建设，研究建立国际板市场

数据来源：政府网站，光大证券研究所

表 3： 国际板写入了上交所战略目标

上交所战略目标	战略内容
近期目标（2011-2013）	大力推进国际板市场建设，促进红筹公司加快回归 A 股市场，探索境外企业在境内发行上市的制度安排，吸引境外优质企业上市。
中期目标（2014-2016）	进一步吸引大型国外优质公司上市，建设成为亚洲一流的国际板市场。
长期目标（2017-2020）	上海基本建设成为与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。

数据来源：上交所，光大证券研究所

同时，从制度设计以及全球合作的角度来看，中美战略与经济对话是重要的催化剂。从历史来看，证监会在中美会谈共识发布后都会推出相关的工作安排。最近的中美对话把“合作支持生产性资本流入两国金融市场，支持为金融服务投资和跨境投资营造开放的环境”当作重点来抓，这或许是推出国际板的重要催化剂。

表 4： 历次中美战略与经济对话内容及工作安排

会议及时间	会议达成的共识	证监会工作安排
第一次中美战略经济对话（2006 年 12 月）	在证券金融等领域达成实质性协定	允许境外证券交易所在中国境内设置常驻代表机构
第二次中美战略经济对话（2007 年 5 月）	恢复设立证券公司的审批，扩大合资证券公司业务范围，提高 QFII 额度	制定了《证券公司设立子公司试行规定》，允许设立合资公司，并明确了扩大业务范围，QDII 额度提高到 300 亿美元
第三次中美战略经济对话（2007 年 12 月）	证监会将就外资参股公司进行认真评估	合格境内机构投资者制度适用范围扩大至境内基金管理公司和证券公司等
第四次中美战略经济对话（2008 年 6 月）	中方同意允许符合条件境外公司可在 A 股上市	证监会 布融资融券业务将启动
第五次中美战略经济对话（2008 年 12 月）	双方承诺保证金融市场稳定及合作	发布创业板管理办法
第一次中美战略与经济对话（2009 年 7 月）	双方共同努力建设强有力的金融体系，完善金融监管	股指期货合约上市，融资融券试点
第二次中美战略与经济对话（2010 年 5 月）	进一步加强金融监管，中国允许外资公司开展股指期货业务	证监会允许外资机构参与股指期货交易
第三次中美战略与经济对话（2011 年 5 月）	合作支持生产性资本流入两国金融市场，支持为金融服务投资和跨境投资营造开放的环境	国际板的开设？

数据来源：政府网站，光大证券研究所

二、国际板的国际比较

上交所国际板的建设将大概率参考国外成熟金融市场境外公司上市的通行规则，这由上交所将成为世界金融中心目标决定。同时，在 5 月 27 日纽约泛欧交易所集团首席执行官尼德奥尔在京表示，近年来纽交所一直参与中国国际板的规则制定工作，国际板规则将兼顾与世界其他成熟市场规则的一致性，及与

上海证交所现有交易模式的统一性。因此，我们认为上交所国际板与国际通用规则应该一致，具体规则将在第三章论述。通行规则下，国际成熟金融市场的境外公司上市规模及对大势的影响，对我国国际板有一定借鉴作用。

大多数成熟的金融市场中，境外公司市值都占有一定比例。其中，香港、伦敦、新加坡这类离岸金融中心的证券市场中，境外上市企业市值占比更显著。这容易理解：金融中心所在地经济体规模较小，则市场上境外公司占比会更大。此外，境外公司上市数量也会受到金融危机的影响，但在岸市场受影响更大一些。我们发现这与股票上市采取的是审核制或注册制并无关系，这可能是因为成熟金融市场对境外公司的上市设置了较本国企业更严格的标准所限。在保护投资者利益方面，成熟金融市场监管层有着更灵活的权限。

在国际板对市场的影响上，我们倾向于持有这样的看法：任何一种新制度推出，对市场的影响都是在可控范围内，短期或有波动，但长期来看大盘的走势都遵照其自有规律。因为任何市场都有自适应的过程，制度只能影响大盘波动，但无法改变大盘走势。纵观我国不长的资本市场历史，无论中小板、创业板或是股指期货融资融券的推出都是如此。

由于海外成熟金融市场中，首批境外企业通常上市时间较早，彼时的金融深化程度和国际金融形势与目前完全不同，因此已无太多参考性。我们采用国际板上市时间距今较近，又同属亚洲的日本东京证交所为例，分析其首批国际板上市时点与市场走势，结论是境外公司上市总数与股指基本同步，对大盘整体影响并不大。

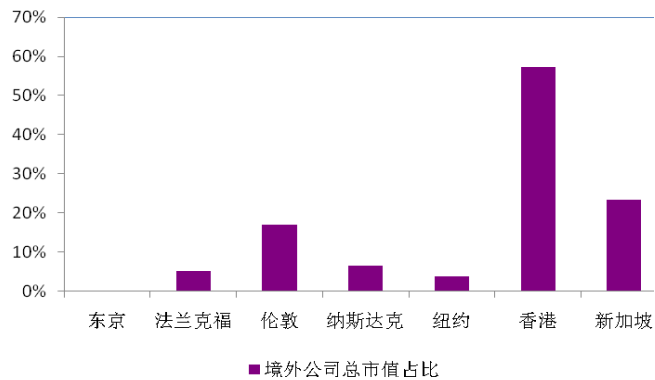
大多数成熟金融市场中，境外公司市值占有一定比例

“金砖四国”中，尚无一国主板市场开设国际板。开放境外公司上市的交易所一般集中在欧美成熟金融市场、以及亚洲发达地区的金融市场。

纽约交易所最早可查、目前还活跃的境外企业上市时间是1972年，伦敦是1996年，考虑到这其中可能有并购和退市的可能，境外企业首次上市时间应该更早。东京证交所第一批境外公司上市时间是1973年。我们认为国际板推出的时间与交易所的定位以及国家的金融政策相关，资本的自由流动性更大，交易所更开放的市场，境外公司上市的门槛就越低，相应时间可能更早。

但无论是西方发达国家还是亚洲新兴地区的金融市场，只要开放国际板，绝大多数市场中，境外上市企业的市值都占有显著比例。我们选取了全球几个主要金融市场的数据库，发现除东京市场外，境外公司市值在存量市值中占有显著比例，其中，伦敦、香港、新加坡的占比至少达到20%以上，而香港市场更高达57%。离岸市场比非离岸市场的境外公司市值更多。这容易理解：离岸金融中心所在地经济体往往较小，接受境外企业的比例相应更大。

图6：成熟金融市场境外公司市值占比各有不同，离岸市场占比更大

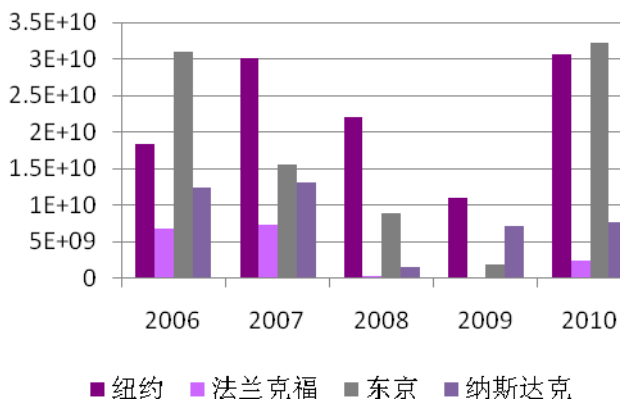


数据来源：彭博，光大证券研究所

在岸市场境外公司 IPO 融资受经济影响较大

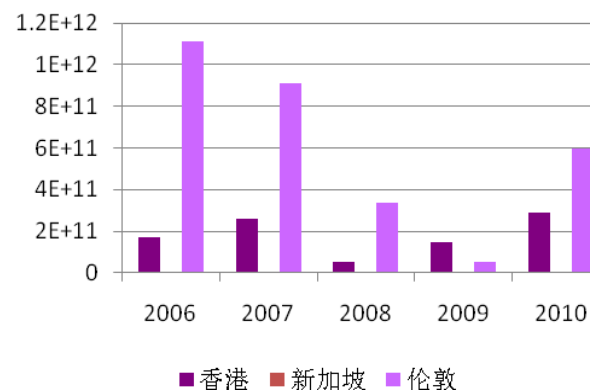
从 IPO 总融资量来看，无论是离岸市场，还是在岸市场，在遭遇 2008 年金融危机时，均出现 IPO 融资量下降的情况，影响时间从 2008 年到 2009 年。

图 7：在岸市场 IPO 融资额受金融危机影响大



数据来源：彭博，光大证券研究所

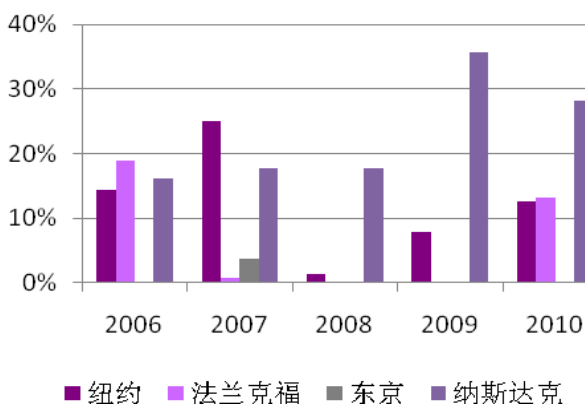
图 8：离岸市场 IPO 融资额受金融危机影响大



数据来源：彭博，光大证券研究所

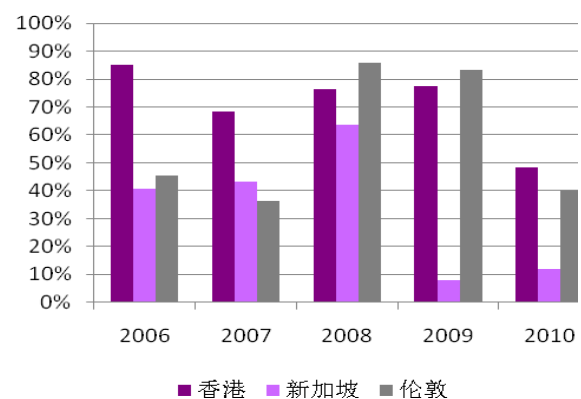
但从境外公司 IPO 融资额占当年总 IPO 融资额来看，离岸市场受金融危机影响较小，而在岸市场的境外公司 IPO 受影响较大。这说明，境外公司在在岸市场融资对于外部环境的弹性更大。

图 9：在岸市场境外融资占比受金融危机影响大



数据来源：彭博，光大证券研究所

图 10：离岸市场境外融资占比受金融危机影响小



数据来源：彭博，光大证券研究所

离岸市场中境外企业上市受金融危机的影响普遍较小，香港和伦敦几乎看不出下降，但新加坡 2009 年-2010 年就有明显降幅；西方发达市场中，除了东京本来就是不活跃的外，各市场受金融危机的影响也是明显的，但也有一个例外，就是纳斯达克，似乎也并未受金融危机太多打击。至于为什么会出现这种现象，我们认为除了市场性质（是否是离岸市场）外，各市场的制度差异是主要原因。例如：NYSE 对跨国证券在股本规模、股权分布状况等方面规定了比本国证券更高的要求，以利润测试标准的 3 年期现金流合计额为例，跨国证券的现金流合计额是本国证券的 4 倍。

日本国际板的比较研究

根据现有资料，我们选取日本为主要参考对象，分析国际板从出台到成熟过程的演变，希望从中得出有益的启发。

日本的国际板最早于 1973 年末推出，首批上市的境外公司是欧美大型企业，计价货币为日元，投资对象面向普通个人投资者。从发行方式来看，日本境外公司在境内主板上市方式与境内公司并无太大区别。

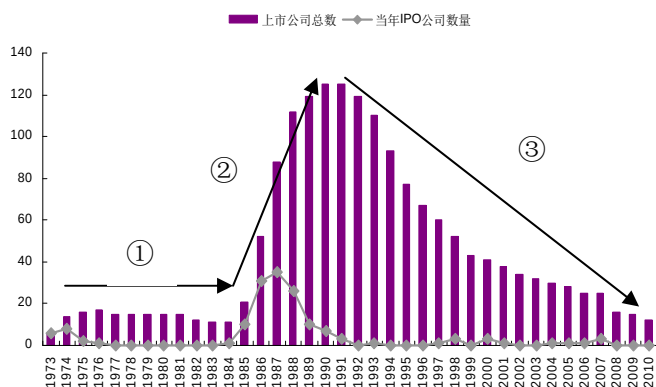
表 5：东京交易所国际板基本资料

项目	内容
开始时间	1973 年 12 月
上市企业	欧美大型公司（即蓝筹股）
上市形式	可在本国和日本同时上市
投资对象	个人投资者
买卖货币	日元

数据来源：东京证券交易所，光大证券研究所

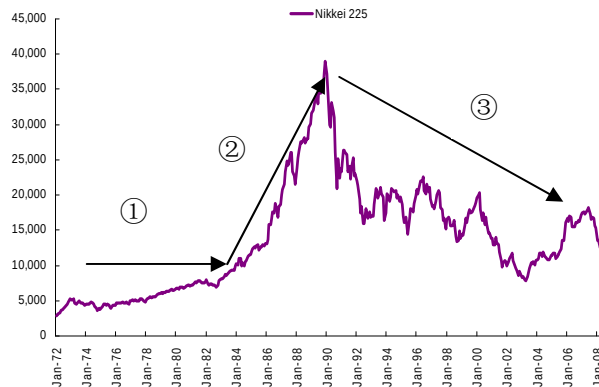
总体来看，日本国际板的出台正好处于第一次石油危机期间、市场下跌过程中，上市家数和融资规模相对比较少。但在 80 年代中期随着日本股市繁荣期迎来境外公司大规模的上市潮，其中，日本境外企业活跃时的鼎盛期曾达到过 120 多家，出现在 1990 年左右，那时正是日本经济泡沫顶峰期。之后随着泡沫经济的破灭股指走低，境外公司或被合并，或退市，数量也随之下降。截止 2010 年年中，活跃的境外上市企业仅剩 12 家。

图 11：东京证券交易所外资企业年上市家数（家数）



数据来源：东京证券交易所，光大证券研究所

图 12：离岸市场 IPO 融资额受金融危机影响大



数据来源：东京证券交易所，光大证券研究所

表 6：日本国际板市场分析

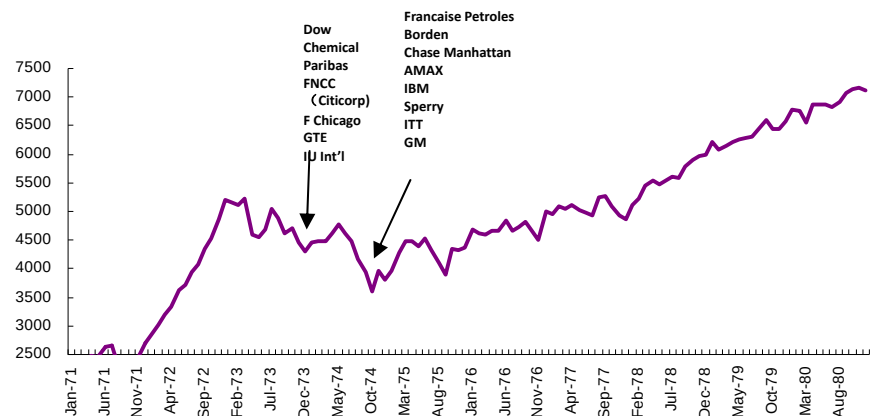
期间	背景	现象和要因
①市场开放初期（1973-84 年）	两次石油危机、日元逐步向浮动汇率制过度、经济逐步从衰退走向复苏、股市大幅波动后震荡向上	伴随着对外证券投资的解禁，日本证券国际板起步，国外公司在日本上市较少。
②快速增长（1985-90 年）	广场协议后的金融大幅开放，日元强势上涨，经济泡沫化、股市大幅上扬	随着日本经济开放程度和活性的增加，东京证券市场成为世界最大交易市场，在东京市场上市的外国企业大幅增加，其中包括和日本市场关联度较小的外资企业。
③撤退（1991 年-现在）	泡沫经济崩溃、股市大幅下跌、东京市场吸引力减弱	外资企业从东京市场撤出，向本国市场退守，POWL 的活性化，被非上市公司吸收合并

数据来源：光大证券研究所

从东京证交所境外企业家数与股指的高度同步性可以看出，国际板 IPO 的家数与股指走低关系密不可分。而股指涨跌伴随着经济盛衰，因此我们认为日本国际板的上市情况与其经济的关系密不可分。

长期看，国际板对市场的影响是比较小的，我们认为大盘的走势和方向很难因为一种制度而改变，更多的还是经济本身。那么从短期看，国际板的推出对日本股市影响如何？下图显示东证所第一批和第二批境外上市企业在股指运行中的时点。

图 13：东证所第一批和第二批境外上市公司时点和名称



数据来源：东京证券交易所，光大证券研究所

第一批和第二批上市的均为欧美蓝筹股，第一批境外企业在 1973 年 12 月推出，此时大盘处于从高点跌落的盘整阶段，推出后并未影响股指向上小幅上扬。第二年又接着推出 8 家境外企业，股指在年终达到小高峰后急速下滑，在年末时企稳，并从此开始一路上扬的牛市征途。

首先我们很难将国际板推出作为解释股市走势的变量。因为我们认为股市是一个复杂系统，国际板是单一因素无法全面解释其走势。要了解日本股市走势，将其放到日本当时的经济大背景下可能更恰当。彼时日本的股市和经济状况情况大致如下：1973 年是日本经济高速增长高通胀的转折年，全年名义 GDP 增速达到峰值的 21.75%，1974 年及 1975 年虽降为 19.33%、17%，但也属于高速发展阶段。自 1973 年后日本经历了经济从高位逐渐向平稳增长的漫长的过渡阶段。

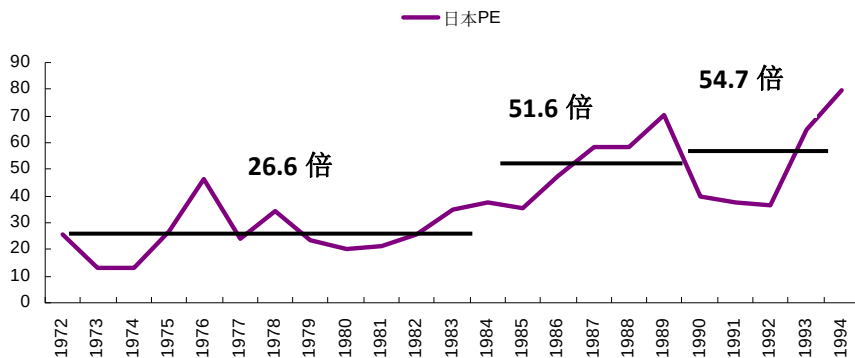
日本股市在 1972 年达到了一个小高峰，在此之前的日本股市涨幅也是惊人的，1950 年，日经指数只有 85 点，1960 年达到 1116 点，1970 年为 2193 点，在见顶前 2 年里，涨幅达到 140%。如果从 1950 年算起，到 1973 年累计涨幅达到了 60.8 倍。1972-1974 年日本股市经历小幅调整后，又经过了 15 年的上涨，涨幅达到了 10 倍多，在 1989 年年底突破 38900 点后，才宣告长期顶部的成立。

因此，日本股市在 1972-1974 年最多达 3 成的跌幅，放到历史背景上来看，只能算做是牛市中的一个小调整。1973 年是日本经济从鼎盛时期转向长期高速增长的起点，我们更倾向于认为，股市的波动是市场对经济从增长的顶峰跌落的提前反映，当然国际板的推出在其中也起到一定推波助澜的作用，但并非主流。

从这个意义上看，国际板推出时点还应看当时的经济状况和市场趋势，在一定程度上可以起到加速或减速的作用，但并非影响市场走势的主流。

同时，从中长期 PE 的表现来看，日本股市在 1972-84 年、85-89 年、90-94 年的平均 PE 为 26.6 倍、51.6 倍和 54.7 倍，结合考虑国际板上市的高峰在 85-89 年，我们认为国际板的推出在中长期的角度并未改变这一市场的估值水平。

图 14：东证所第一批和第二批境外上市公司时点和名称



数据来源：东京证券交易所，光大证券研究所

从日本国际板推出的经验我们可以总结出以下几条规律：

- 上市公司以外资跨国优质公司为主；
- 在国际板上上市和退市的公司总量反映了日本经济金融的盛衰；
- 从上市时机看，国际化的深度、股市的趋势性涨跌和上市数量相关度较大；
- 从长期趋势看，国际板的扩容并未打压股市；
- 从中期趋势看，国际板并未造成市场 PE 的下降；
- 从短期趋势看，国际板初期正好处于下降通道中，但决定当时市场走势的主要是日本经济。

三、国际板的定义、发行方式及时间

国际板的定义

根据现有资料整理，我们认为中国国际板是在中国证券市场发行上市的境外企业。境外企业主要指注册地在境外，这就包含两类公司——一类是注册地在境外，但控股方在境内或者实际控制人在境内；一类是注册地及实际控制人均在

境外。第一类就是我们常说的红筹股，第二类是外资公司。

对于第二类企业，我们认为其业务覆盖范围应包含中国国内市场。对于尚未成熟的中国市场来说，在中国境内有业务的境外企业更利于监管，而且对于人民币尚未实行自由兑换的外汇制度，在国内融资更加有利于国内业务的展开。因此，国际板上市企业就有了如下几个特征：注册地在中国大陆以外的地区或国家；在国内拥有业务，且可能处于迅速扩张阶段。在上海交易所上市的多为传统型支柱行业，我们可以更进一步认为，首先上市的几批国际板多以传统行业为主，更可能是支柱性行业。这类企业通常拥有较大的市值规模和行业排名，因此我们还可以在国际板上市企业特征中加上一条：传统行业中的龙头或是规模居前的企业。

综上分析，我们认为首批在国际板上市的企业包括红筹股以及传统行业中具有较大规模的跨国企业。

红筹股和国外跨国公司标的

根据 2007 年 6 月证监会《境外中资企业控股上市公司在境内首次公开发行股票试点办法（草案）》中规定，红筹股在境内融资必须具备的条件包括：

1. 股票已在香港证交所上市交易一年以上
2. 股票市值不低于 200 亿港元
3. 最近三个会计年度累计净利润不低于 20 亿港元
4. 50% 以上的经营性资产在境内，或 50% 以上的利润来自于境内业务

香港市场中中字头股票占比超过 50%，满足以上条件的也很多。据此，我们又将香港红筹股分为三类：

1. 老红筹：1997 年前上市的规模较小的综合性公司，如北京控股、上海实业；
2. 新红筹：1997 年后经国务院特批的大型国企，如中海油、中国移动
3. 民企红筹：中国内地的民营企业，如蒙牛、汇源果汁

这三类红筹股未来都将是国际板的主力，但从规模、实力以及影响力来看，我们认为第一批国际板上市的公司中，以大型的央企为主，也就是新红筹。

表 7：未来有可能首批在中国内地上市的红筹股标的

股票名称	所属行业（GICS）	总市值（港元）	2008-10 年利润总和（亿人民币）
方兴地产	金融	207.05	32.87
远洋地产	金融	231.75	54.14
粤海投资	公用事业	246.74	55.14
中国光大控股	金融	273.1	67.24
五矿资源	原材料	295.16	28.82
上海实业控股	工业	296.94	88.63
中国粮油控股	日常消费品	330.74	54.82
中远太平洋	工业	402.97	54.49
北京控股	工业	448.77	63.7
华润水泥控股	原材料	492.2	32.7
昆仑能源	能源	665.82	60.52

华润电力	公用事业	732.38	103.69
华润置地	金融	733.8	108.07
华润创业	非日常生活消费品	742.43	94.41
招商局国际	工业	820.22	111.19
中国海外发展	金融	1,270.01	215.57
中银香港	金融	2,495.18	2 8.14
中国海洋石油	能源	8,531.82	1,282.70
中国移动	电信业务	14,026.73	3,475. 9

数据来源：WIND，光大证券研究所

上文论及，除了红筹股，传统行业中，在国内拥有较大业务规模，同时也处于行业领先位置的外资品牌也很可能成为国际板的领先上市公司。我们从行业、品牌知名度、国内业务规模以及行业排名几个维度筛选出最可能上国际板的外资公司。

表 8：与中国经济相关度较大的国际跨国公司

公司名称	EPS			每股股利		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
荷兰皇家壳牌	4.27	2.04	3.28	1.6	1.66	1.68
东芝	-106.18	-4.93		5	0	
英特尔	0.93	0.79	2.06	0.5475	0.56	0.63
通用电气	1.72	1. 1	.06	1 24	0.61	0.46
三星电子	37684	65499	105992	5500	8000	10000
诺基亚	1.07	0.24	0.5	0.4	0.4	0.4
福特汽车	-0.11	-0.18	-0.21	0	0	0
夏普	-114.33	4		21	17	
松下电器	-182.25	-49.97		30	10	
拜耳	2.22	1.7	1.57	1.4	1.4	1.5
联合利华	1.79	1.21	1.51	0.77	0.465	0.3855
戴姆勒	1.41	-2.6	4.28	0.6	0	1.85
索尼	-98.59	-40.66		42.5	25	
沃尔玛	3.4	3.72	4.48	0.95	1.09	1.21
宝洁	4.49	4.32		1.64	1.8	
BP	1.1259	0.8849	-0. 981	0.5505	0.56	0.21
理光	9.02	38.41		33	33	
3M	4.95	4.56	5.72	2	2.04	2.1
大众汽车	11.851	2.3662	15.17			
陶氏化工	0.62	0.32	1.75	1. 8	.6	0.
爱立信	3.54	1.15	3.49	1.85	2	2.25
现代汽车	2499	10947	20052	850	1150	1500
A B	1.36	1.27	1.12	0	0	0.6
惠普	3.35	3.21	3.78	0. 2	0.32	0.32
乐金	2717	14197	7612	350	1750	200
本田汽车	75.5	147.91		63	38	
佳能	246.21	106.64	199.71	110	110	120
宏基电脑	4.6686	4.305	5 71	1. 782	3.0969	
金佰利	4.06	4.53	4.47	2.32	2.4	2.64

欧莱雅	3.31	3.07	3.8	1.44	1.5	1.8
西门子	6.41	2.65	4.49	1.6	1.6	2.7
浦项制铁	58 02	41982	54279	10000	8000	10000
飞利浦	-0.09	0.44	1.54	0.7	0.7	0.75
埃森哲	2.77	2.55	2.79	0.42	0.5	1.125
三洋	-15.18	-7.94		0		
三菱	225.24	166.24		52	38	
阿朗	-2.31	-0.23	-0.15	0	0	0
丰田汽车	-139.13	66.79		1 0	45	
日立	-236.86	-29.2		3	0	
IBM	9.07	10.12	11.69	1.	2.15	2.6
家乐福	1.85	0.4	0.64	1.08	1.08	1.08
日产	-57.38	10.4		11	0	

数据来源：彭博，光大证券研究所（注：货币单位为所在国货币单位）

以 IPO 为主的发行方式

虽然业界对于国际板上市途径给出了三种选择，但我们认为 CDR 和联通模式都不太可行。CDR 和联通模式都是为绕开法律或监管的金融创新，主要推动者是中间商。这不但增厚了中间环节，交易成本及监管成本比 IPO 更多。以 CDR 为例，中间环节不仅增加了托管银行，对承销商要求具备广泛和雄厚的海外业务实力，这对于本土券商来说门槛过高（我们假设管理层将更多考虑国内券商的利益）。

IPO 的操作过程及中间环节就简便一些，与境内企业上市过程无异。而且国际板是交易所和监管层共同推动，不存在制度和法律上的障碍，因此无需 CDR 和联通模式一类的金融创新。唯一不足的是监管标准的制定是否与国际通行标准一致，我们认为这属于技术问题，是可以克服的。

表 9：发行方式的区别

	IPO	CDR	联通模式
特征	直接在 A 股市场发行新股	境外上市公司境内交易的投资凭证	间接控股海外公司的境内空壳投资公司上市
优点	操作过程简便；配套机构少；发行成本较低；上市公司可较快募集资金。	发行交易简便，规避法律冲突	不存在法律障碍；不涉及外汇管制。
不足	法律、会计细节尚未明确	不是真正的国际板；需要外汇自由兑换；可随时注销，国内无话语权；中国还未有先例	国内投资者投资的只是壳公司；需要国务院特批；增加公司管理成本；操作过程复杂。

数据来源：光大证券研究所

发行货币---以人民币计价发行为主

用人民币作为发行货币对企业和证券市场都有好处。对企业而言，由于在中国境内开展业务，需要大量人民币资金，直接募集人民币可以降低汇兑风险，而其按上市规则披露的公司信息则有利于业务的开展。对市场而言，首先是确立了人民币在国际金融中心的地位，如果募集资金用于国外项目，则有利于减少外汇储备。

如果国际板发行货币非人民币，则类似于 B 股。这也是不太可能出现的情况，具体请参阅下文国际板出台影响-对 B 股的影响一节。

推出时间——或于明年上半年

我们观察国务院批准中小板和创业板以及推出时间发现，从批准到正式推出最多只用半年。在目前管理层“国际板制度建设已经完备”的吹风言论中，我们认为一旦国务院批准，国际板的推出也不会超过半年。国务院批准时间很难确定，但从 6 月 3 日国务院下发的《关于 2011 年深化经济体制改革重点工作的意见》文件意见看，“要推进场外交易市场建设，研究建立国际板市场，进一步完善多层次资本市场体系”的表述降低了年内批准国际板的预期。毕竟半年时间要推出场外市场及国际板两个重大创新制度对于资本市场稍显仓促。我们预计，下半年批准国际板、明年上半年推出国际板的概率更大一些。

表 10：中小板和创业板：从国务院批准到正式推出最多只用半年

名称	国务院批准时间	正式推出时间
中小板	2004 年 5 月	2004 年 6 月
创业板	2009 年 3 月	2009 年 10 月

数据来源：证监会，光大证券研究所

四、国际板出台的影响

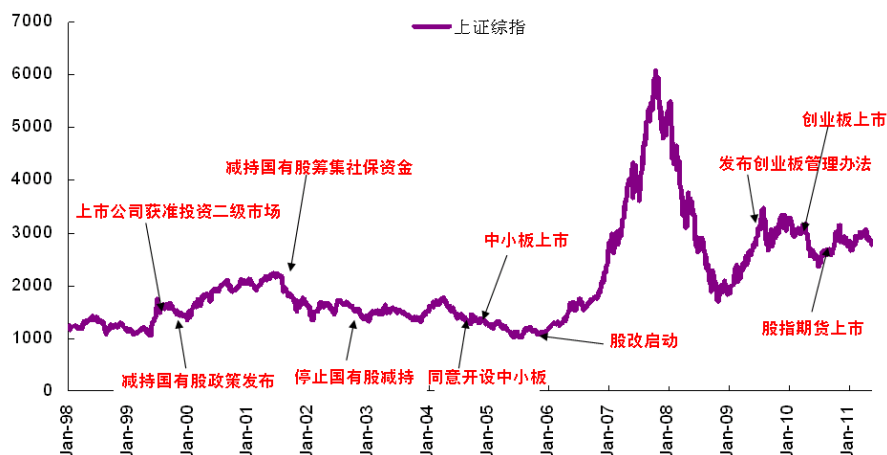
自传言国际板即将出台以来，市场已经出现了持续性的下滑，从 4 月 19 日-6 月 15 日，上证综指跌幅达到 12%，而 B 股市场跌幅接近 23%，为 A 股的 2 倍。在经济回落、通胀高涨的背景下，国际板成为市场下滑的重要理由和借口。市场对国际板的担心主要是，与国际接轨过程中中国股市 PE 的调整、超额融资规模导致的市场失血、以及公司竞争所面临的挤出效应等。市场面和微观面的担忧导致了 A 股、B 股以及板块的剧烈调整。

我们认为，在目前的情况下，从历史经验角度研究新政策出台时机、PE 的比较以及规模测算等对大盘的影响将会有积极的意义。以此为基础，再来探讨 A 股大势、B 股市场以及板块公司将是有的放矢。

国际板出台时点对 A 股市场的影响

从 2000 年以来证券市场的新政出台时点来看，出台前后涨跌互现。和国际板有较大可比性的是中小板和创业板的开设，其共同点都是开设了新品种的融资上市机制。

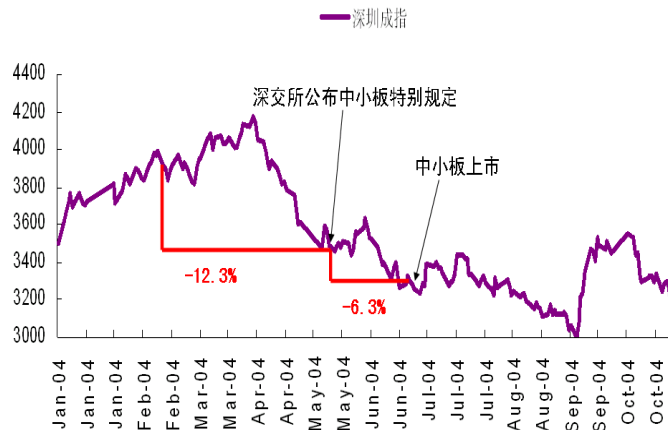
图 15：历次新政策出台时点比较



数据来源：WIND，光大证券研究所

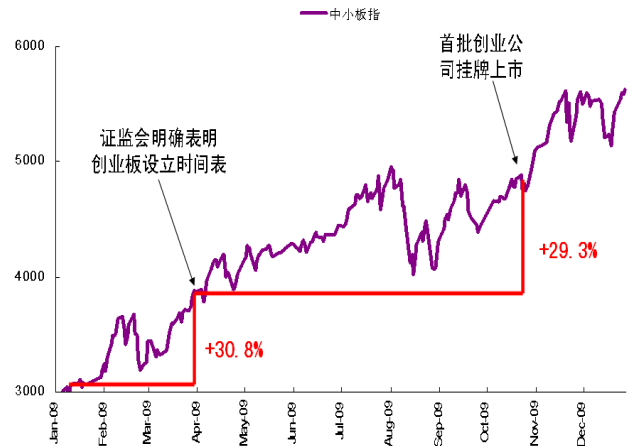
经统计，在深交所公布中小板上市前三个月中，深圳成指下跌了 12.3%，到中小板正式上市为止又下跌了 6.3%；同时，在证监会公布创业板上市前三个月中，中小板指涨幅达到 30.8%，到首批创业板公司挂牌上市，又上涨了 29.3%。

图 16： 中小板上市前后市场表现



数据来源：WIND，光大证券研究所

图 17： 创业板上市前后市场表现



数据来源：WIND，光大证券研究所

从以上的实例不难看出：

新市场推出前的心理压力大于实际压力。正式公布前无论涨跌都不是趋势的主导因素，推出之后趋势也未有所改变。中小板上市前后市场处于下跌期，创业板上市前市场处于上涨期。如果用扩容和 PE 来同时解释这两个市场时将会得到相反的结果。

同类股票或有趋势加强作用。09 年创业板推出前后，中小板处于大幅上涨通道中，创业板的推出对中小板股票的 PE 似有促进作用。而 04 年对中小板的理解却是相反。这更多的是由当时的市场环境决定的，而非股票本身。

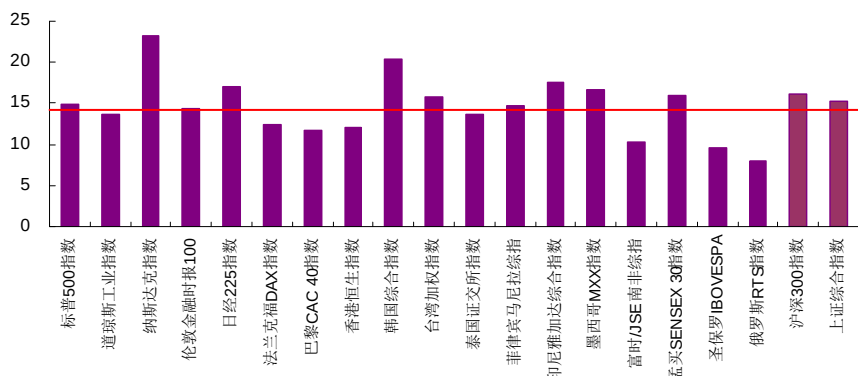
所以，国际板的出台对改变趋势的可能性很小，当时的市场环境是决定这一制度利多利空的主导因素，而非相反。

国际板出台对 PE 的影响

目前，中国 A 股市场的整体 PE 接近于国际平均水平，但仍然略高于欧美国家。截止至 2011 年 5 月末，上证综指 PE 比国际平均指数高 4% 左右，但高出发达国家主板指数 10%。

不过从行业方面来看，中国除金融外，其他行业的平均估值要远高于发达国家水平。

图 18： 中国 A 股 PE 略高于国际平均水平（截止至 2011 年 5 月末）



数据来源：彭博，光大证券研究所

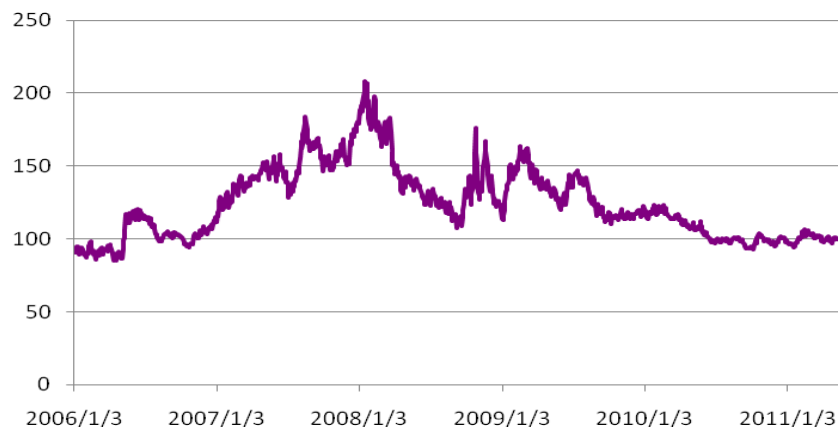
表 11：中国 A 股行业 PE 略高于国际平均水平（截止至 2011 年 5 月末）

	纽交所	香港	中国	沪市	深市	法兰克福	伦敦	新加坡	东京	纳斯达克
可选消费品	17.02	19.47	25.41	23.23	27.64	12.98	16.59	14.93	20.59	25.40
常用消费品	15.18	23.23	42.91	47.74	39.54	20.76	17.27	14.38	20.92	32.48
能源	17.18	13.90	24.16	23.02	26.44	N.A.	20.36	16.18	9.19	N.A.
金融地产	16.62	10.28	12.27	11.77	17.70	16.36	16.98	9.91	16.52	22.09
健康护理	17.58	28.14	37.48	35.74	39.03	26.83	19.09	27.28	18.34	43.45
工业	17.99	12.05	24.27	21.97	30.46	15.28	21.03	12.23	14.83	32.65
信息技术	15.43	27.69	49.91	46.82	51.32	19.83	23.01	24.67	21.37	17.58
材料	12.99	18.99	37.10	33.32	42.36	14.21	13.55	10.09	17.26	19.99
信息服务	16.10	13.66	N.A.	N.A.	43.29	35.18	11.97	14.47	13.16	N.A.
公用事业	16.40	18.95	29.01	24.36	72.67	8.11	12.48	N.A.	N.A.	34.36
合计	16.66	13.43	21.91	18.32	32.99	16.67	17.30	12.17	18.70	22.39

数据来源：彭博，光大证券研究所

但从 A-H 股溢价水平来看，经历了 2007 年的 2 倍溢价之后，目前 AH 股溢价已经趋于零。

图 19：AH 股溢价指数趋于 0



数据来源：彭博，光大证券研究所

由此，我们认为：中国 A 股市场经历了长期调整，PE 已经接近于国际平均水平，而 AH 股的零溢价正好说明了国内外投资者对同一家公司的估值体系和认

同度趋于一致。考虑到中国的成长性要远高于发达国家，享受一定的估值优势还是比较合理的。我们并不认为跨国公司的上市一定会拉低中国市场的整体PE，因为这并不单单是财务数据的比较，更重要的是看上市公司主体所处的经营环境和盈利模式。但不可否认，对部分业务相关度高的公司和细分行业的影响是存在的。

国际板的上市规模测算

在市场扩容所导致的资金不足的背景下，探讨国际板融资规模对大盘的影响是重中之重。我们采用2种方式来测算国际板的融资规模，在此基础上分析对市场的冲击。

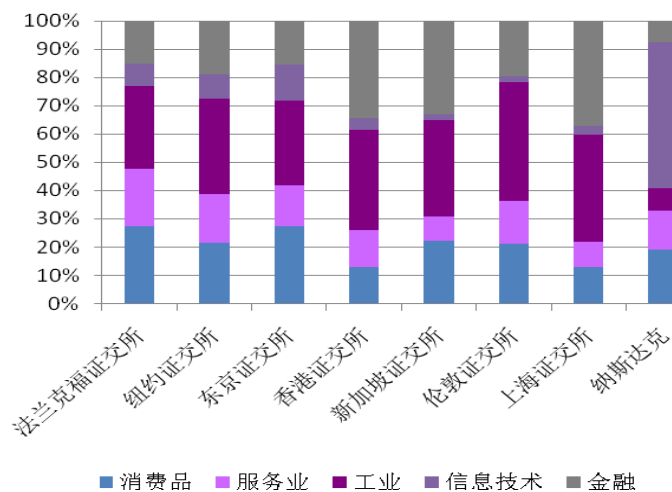
国际板上市规模测算-方法1（以纽交所为蓝本）

指标的选择：

结构均衡的主板市场——从上交所的行业构成来看，金融地产和工业占全部总市值的75%，服务业和消费品制造业在总市值中占比较小，这一市场结构与主板市场相似。纳斯达克市场的信息技术类占比超过50%，这是由它创业板交易市场属性决定。

上交所的金融地产和工业占比较大是我国经济发展的历史沉淀而来。但以提倡第三产业和振兴消费的政策走向推测，上交所未来的行业结构将向更为均衡的方向发展。法兰克福、纽约和东京证交所的行业结构较均衡。

图 20：成熟金融市场境外公司市值占比各有不同，离岸市场占比更大

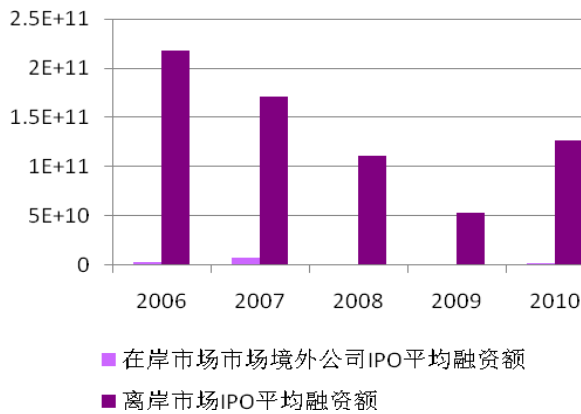


数据来源：彭博，光大证券研究所

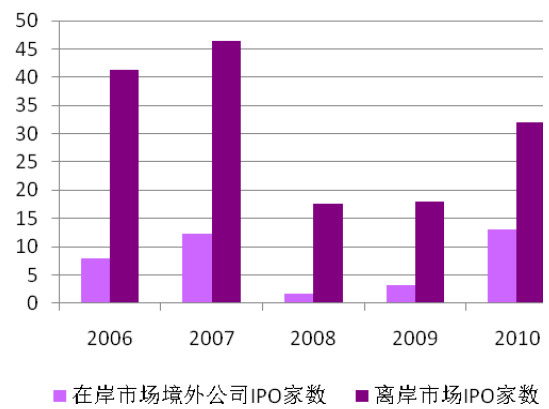
在岸市场——在国际板的国际比较中，我们发现离岸市场的境外公司融资额较大，而且相对金融危机的弹性较小。我们认为上交所建成离岸市场的可能性并不大。

图 21：离岸市场境外融资额远超过在岸市场

图 22：离岸市场境外公司上市家数超过在岸市场



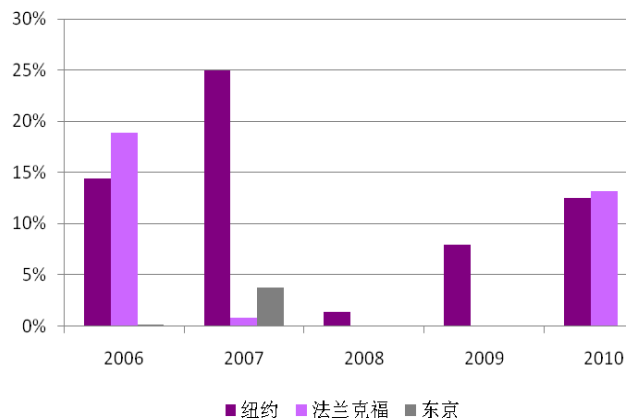
数据来源：彭博，光大证券研究所



数据来源：彭博，光大证券研究所

纽交所——根据在岸市场近年来境外公司 IPO 的情况，法兰克福与东京证交所境外公司融资额不稳定，法兰克福在近五年中 2008 年、2009 年受金融危机影响，未有境外公司 IPO；东京证交所在近三年都没有境外公司上市。唯有纽约交易所保持了较稳定的境外融资，虽然也受金融危机影响，纽交所在众多市场中拥有较高的成熟度。

图 23：纽交所保持了稳定的境外融资额



数据来源：彭博，光大证券研究所

我们以纽交所为例，取境外公司 IPO 融资额/总 IPO 融资额（指标 A）和境外公司 IPO 融资额/存量总市值(指标 B)两个指标维度来计算。

表 12：以纽交所指标计算的 A 股国际板融资额

沪市指标					
	2006	2007	2008	2009	2010
全体 IPO 融资额	700.77	800.32	154.55	1233.25	1745.28
存量市场市值	15701.41	16543.50	16762.85	17524.08	19996.34
纽交所指标					
	2006	2007	2008	2009	2010
境外公司 IPO 融资额/全体 IPO 融资额（指标 A）	14.38%	24.98%	1.36%	7.94%	12.54%
境外公司 IPO/存量市值（指标 B）	0.0204%	0.0572%	0.0023%	0.0065%	0.0287%
按纽约交易所境外公司融资额相应比例计算的 A 股国际板融资额					

以指标 A	100.77	199.90	2.10	97.96	218.86
以指标 B	3.20	9.46	0.38	1.15	5.73

说明：指标 A=境外公司 IPO 融资额/当年全部 IPO 融资额，指标 B=境外公司 IPO 融资额/存量市值。以纽约市场的指标 A 与上交所近五年全体 IPO 融资额计算得到的数值以黄色底纹显示，以纽约市场的指标 B 与上交所近五年存量总市值计算得到的数值以淡蓝色底纹显示。

我们发现两者计算得到的数值差异较大，这主要是因为上交所的存量市值与纽交所差异太大导致的，如果以指标 B 的计算结果为准，那么每年境外融资额只有数十亿人民币，这个数值偏低。以审慎性原则，我们选取指标 A 计算所得为准。剔除 2008 年金融危机影响的异常值，近五年的境外融资额大约在 600 亿~1400 亿人民币之间。

国际板上市规模测算-方法 2（以回归的 H 股做蓝本）

香港市场上有两类内资股，分别是红筹股和 H 股，二者最大的区别在于注册地是否在中国境内。相同点则有很多，例如都是业务在境内，上市在香港，又比如都为中方控股等等。总之，红筹股与 H 股有较大的相似度。本方法假设国际板首批上市以红筹股为主，用红筹股的融资规模大致模拟国际板的融资额。再根据 H 股近年来的回归频率和额度模拟红筹股在 A 股市场上的融资额。

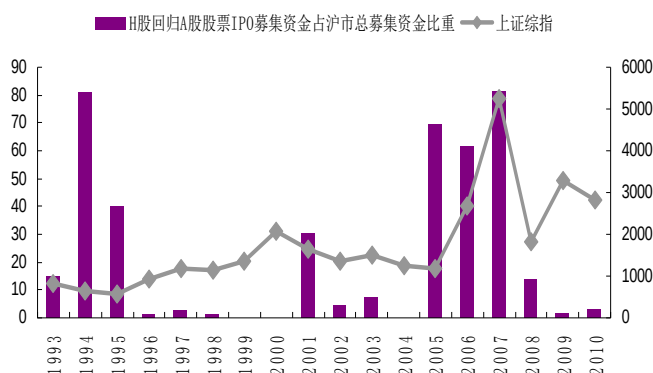
表 13：红筹股与 H 股发行规则对比

	红筹股	H 股
注册地	发行公司在中国境外注册、管理，属于香港公司或外国公司	发行 H 股的公司在中国境内注册、管理，属于中国内地公司
法律	香港发行证券不必遵守内地的法律程序与条件	H 股公司在香港发行证券则必须满足内地的法律要求
公司业务	主要在中国境内	主要在中国境内

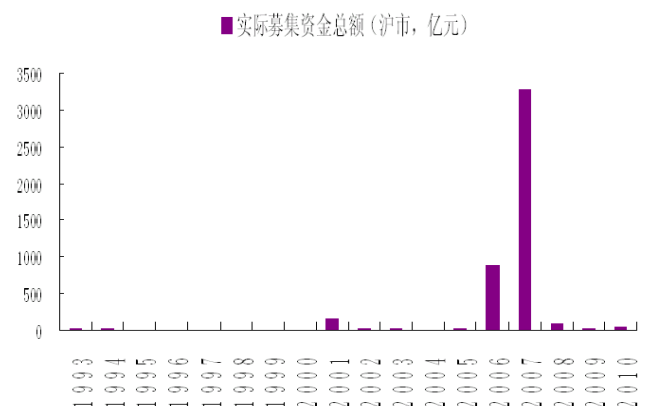
数据来源：光大证券研究所

十多年来，在香港上市的 H 股大多数都回归了 A 股，而回归的高峰期出现在 2005-2007 年之间。从实际募集资金总额看到，自 2006 年以前 H 股在沪市融资的量十分少。我们取 2005 年以后到现在这段时间作为计算蓝本，05 年以来，每年平均上市企业接近 4 家，平均每年 IPO 实际募集资金 727 亿元，平均每家上市公司募集资金 190 亿元。

图 24：H 股回归 A 股股票 IPO 募集资金占沪市总募集资金比重 (%) 图 25：实际募集资金总额 (沪市, 亿元)



数据来源：WIND，光大证券研究所

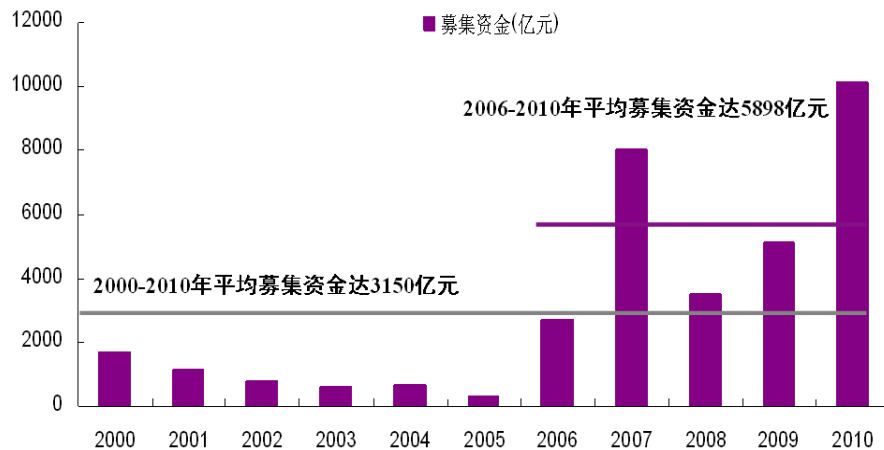


数据来源：WIND，光大证券研究所

从上可以推测出,如果红筹股回归的节奏和频率与H股类似的话,以每年回归4-6家为基准,每家融资额在190亿元左右的话,平均每年募集资金量大致在760亿-1140亿元人民币左右。

对大盘的影响:综合纽交所和H股作为样本分析的结果,常规状态下,国际板每年在A股融资额取中间值大约在1000亿人民币左右。以1000亿为单位的国际板募集资金计算,占十年来平均募集资金的1/3,占06-10年平均募集资金的1/6,占总流通市值的0.05%左右(2011年5月)。所以我们认为从总发行市值的角度来看,对A股市场的冲击并不会很大。

图 26: 红筹股发行规模 (亿元)



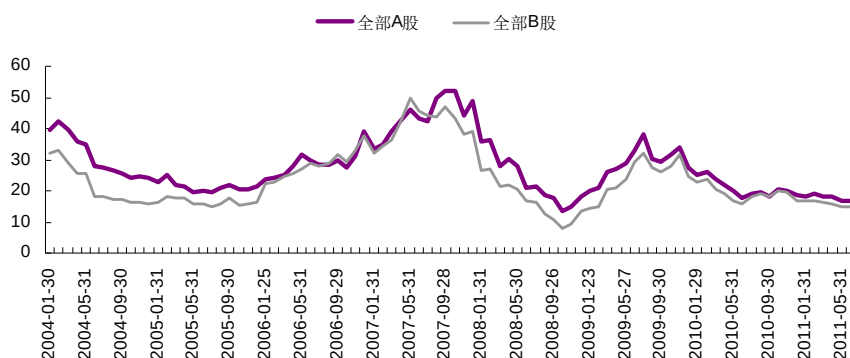
数据来源: WIND, 光大证券研究所

对B股的影响

市场普遍认为国际板的推出对B股有负面作用,但从国际板与B股的发行方式和制度的比较来看,二者并无替代效应,对B股市场的影响更多是来自于市场情绪面。

B股与国际板在计价方式、发行主体方面均与国际板不同,B股是境内企业发行以美元计价,投资主体主要是境内外投资者。而国际板是境外企业发行以人民币计价,投资主体主要是境内投资者。从这里就可以看出二者其实并无替代关系。此外,B股交投不活跃,并与A股市场长期割裂,同一企业的B股较A股有较大折价率。自2000年之后,已无公司在B股市场上融资,这意味着B股作为资本市场的投融资功能实际上有很长时间没有起到作用,这也从另一面证明,国际板绝不可能以另一种形式的“B股”现身资本市场。现存B股将依照自身规律逐渐衰落,甚至退出。

图 27: 红筹股与H股发行规则对比



数据来源：WIND，光大证券研究所

对相关公司的影响：

一、根据以上分析，有望在中国国际板上市的公司具有业务的规模化和盈利的稳定性，以欧美为主的上市公司分红也有持续的稳定分红，这主要利好在 A 股市场长期盈利分红稳定、并有较大规模优势的企业。我们推荐张裕 A、烟台万华、天士力等。

二、国际板的出台利好有国际 IPO 经验的券商。我们推荐中信证券。

三、国际板的出台利好在国际板上市公司的控股股东。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

范敏，西安交通大学金融学学士，上海财经大学证券方向硕士，2006 年在中诚信证券评估公司从事企业信用评级工作，2007 年底进入光大，从事传媒研究 2 年，2010 年初转做策略研究。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009 年加入光大证券，任银行业分析师，现任策略分析师。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济专业硕士，2008 年新财富交通运输行业入围，曾担任交通运输行业、环保水务行业、建筑工程行业分析师，目前负责光大策略研究团队。

肖超虎，上海交通大学工学学士，复旦大学世界经济专业硕士，曾担任保险、证券行业分析师，目前负责行业配置与行业比较研究。自从 2009 年 7 月推出月度十大金股以来，取得了 154% 的累积收益率，相对沪深 300 的超额收益为 156%，获得广大投资者的广泛好评。

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，2006 年至今先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名，2010 年进入光大证券研究所策略团队。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com