

观察 | Watch |

中国蓝 美国蓝 谁是谁更深的蓝

邵宇

如果说股市是实体经济的晴雨表，那么包含中国蓝筹股的沪深300指数应当能够较好地预测经济，但与已经分别存在了128年、55年、33年的道琼斯指数、S&P500指数、日经225指数相比，我们的沪深300指数对实体经济的影响及预测还有很长的路要走。

根据Bloomberg对各行业全球市值排名的统计，中国石油、工商银行、建设银行、中国移动榜上有名，中国石油位列石油天然气类公司市值全球第二，工商银行、建设银行分别为银行与金融类公司的第一名和第三名，中国移动则是通讯

类公司的第一名。但是在医药保健公司、零售公司、科技公司、原材料公司和公用事业公司行业，均无一席之地。

因此，若将国内的蓝筹股与欧美发达国家的蓝筹股做一简单比较，主要有以下几点不同：

一是中国蓝筹股形成时间很短，可持续性有待于进一步检验。蓝筹股形成主要源于两种情况，其一是在市场中逐渐发展壮大起来的上市公司如万科，其二是由大型国有企业改制上市，目前前者为中国蓝筹股的主力军，而后者所占比例较小。大型国有企业改制上市是上世纪90年代末才开始起步的，大型的国有商业银行的上市更是2007年以后的

事情，因此新生力量还有待于时间的检验。

二是中国蓝筹股盈利结构简单，多靠垄断获得利润。中国蓝筹股的盈利主要来源于传统业务和传统模式，创新业务贡献的利润较少，并且在行业内多形成垄断。不可否认国外大型蓝筹股在本行业内也形成垄断，如埃克森美孚、辉瑞制药、罗氏制药等，但与中国蓝筹股公司最大的不同是，国外公司是依托市场竞争、使用技术创新、资源垄断，而中国蓝筹股往往是依靠政府的强制性法规政策所形成的垄断，相对而言，这种市场一旦对内或对外开放，上市公司易受到较

大冲击。

三是中国蓝筹股行业构成基本稳定，新兴行业争夺激烈。正如前面所分析，沪深300指数成分股所属行业市值占比前三占到了86.23%，并且第三名的采掘业占比是第四名交通运输、仓储业的8.1倍，因此在未来一段时间内，蓝筹股的行业结构相对稳定。在诸如信息技术产业、传播与文化产业等行业中，由于能够进入沪深300的家数较少、且进入企业规模均不大，因此容易被同行业其他企业超过，竞争争夺激烈，风险较大，但同时孕育了能够带来长期超额收益的机会。

四是中国蓝筹股企业品牌知名

度低，消费者认可度有待提升。这里所说的品牌知名度是指在世界范围内的知名度，举个简单的例子，在中国主要城市的居民对苹果、IBM、波音等此类美国著名的蓝筹股想必耳熟能详，但在美国主要城市的居民，有谁能知道ICBC、CCB、China Mobile，但这些企业确实是本行业内的巨无霸，但却不能在全球范围内称得上是龙头企业。同时，还由于前面所述的垄断，目前消费者对这些大型企业所提供的产品和服务的认可度普遍偏低，不满意就会有弃用投票的危险。因此与欧美成熟企业相比，中国蓝筹股公司仍需提高其软实力。

(作者系东方证券首席策略分析师)

香港蓝筹观察：稳定高派息回报股东

温天纳

在香港，“蓝筹股”的定义并没有一个公认的准则，不过大部分人都将恒生指数成分股称为蓝筹股。恒生指数是香港最早的股票市场指数之一。自1969年11月24日推出以来，一直获广泛引用，成为反映香港股票市场表现的重要指标。为进一步反映市场各类别股票的价格走势，恒生指数于1985年推出四个分类指数，并把所有成分股分别纳入金融、公用事业、地产和工商业四个分类指数中。

恒指48股市值占比过半

一般人将蓝筹股等同股票成份股，但事实上成份股不一定是最大或最佳的上市公司。一个较恰当的定义可能是：1、一些优质大市值且有一定流通量的股票；2、有持续的派息纪录，尤其是于经济逆境中也能维持派息能力；3、或暗示享有很强大的自由现金流及可持续性业务模式；4、其竞争力不低，并能有效抵御新的竞争者。香港股市中虽然有1506家上市公司，但恒生指数只包括48只成份股，其市值占比过半，其股价表现对港股走势影响重大。

初学投资者宜先从买卖蓝筹股入手，因为蓝筹股的股价起落较慢、市值大、交投活跃，适合长线投资。恒生指数今年的升势已让香港股市成为亚洲表现最出色的市场，同时也是全球表现最好的主要市场之一。香港股市开始消化早前最悲观的经济走向预期，比如内地经济硬着陆、金融业发生危机、欧元区解体或美国经济陷入二次衰退等。

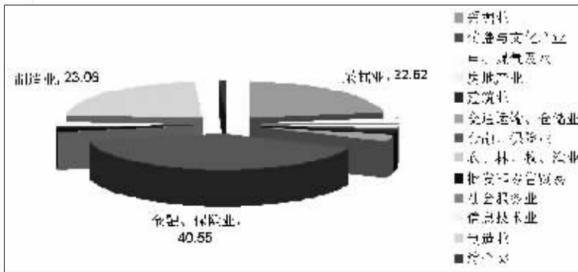
香港蓝筹抗风险高成长

表面上恒生指数在过去十年升幅不大，但成份股从33只增加到48只，部分股份更有突破性的表现。香港经济有三根支柱：地产市场、对外贸易和股市。港股表现与经济紧密相连，回顾最近15年来香港经济发生的数度衰退，有助于认识这三根支柱对香港经济意义。1998年首季至1999年首季，香港经济出现自二战以来最严重衰退。

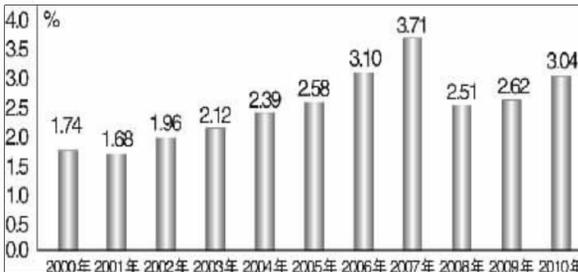
香港、内地上市公司股息率、派息率对比

	最新股息率	2010年派息率	2009年派息率
单纯香港上市的公司	1.82%	31.71%	35.94%
A/H股同时上市公司	1.73%	30.91%	34.52%
单纯A股上市公司	1.32%	24.26%	26.22%
A股中小板公司	1.06%	28.77%	27.28%
A股创业板公司	0.96%	37.25%	23.18%

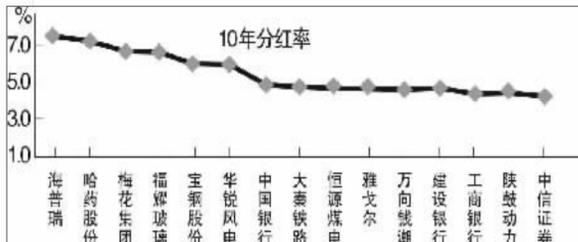
沪深300各行业总市值占比(%)



恒指48蓝筹股2000年~2010年平均股息率



沪深300中10年分红率靠前的公司



数据来源：国泰君安 张常春/制表 吴比较/制图

主要原因是，亚洲金融危机沉重打击，加之特区第一届政府土地房屋政策明显失误，使香港地产市场“硬着陆”，同时股市大跌。2001年、2003年，香港经济先后短暂回落，大体上是1998年首季至1999年首季严重衰退的后遗症，主因是地产市场没有“复原”。

2008年第四季至2009年第三季，香港经济最近这一次严重衰退，主要是“百年一遇”的全球金融危机和全球性经济衰退，导致世界贸易发生60年来第一次也是最严重的萎缩，其负面影响远甚于亚洲金融危机，但在香港，这一次经济衰退不及亚洲金融危机时的那一次影响大。因为，香港地产市场只是在2008年第四季略有下调，其后不仅一路上升，且打破1997年创下的历史最高纪录；同时，香港股市在2009年上半年便随同全球股市回升。

以2011年为例，香港市场投资概念与政策主导蓝筹股的表现，蓝筹股中联通去年升幅最厉害，中电信全年表现凌厉。中石化受惠成品油价升，今年成功夺回指成分股“升幅王”，全年累计上升14%。不过，受高估值和竞争政策下外围市场影响，部分股份在进入2012年后便后劲不继。

2011年恒指成分股改组，有幸染蓝的股份全面报喜。2010年新股“集贤”友邦保险，股份规模庞大，被相中加入蓝筹之列，公司业绩不负众望，股价全年升近12%。同期染蓝的恒安国际也升逾一成。而思捷环球曾为股坛神话，但随欧洲经济下滑，加上管理层经营不善，全年盈利狂跌98%令市场哗然，全年逾七成股价灰飞烟灭，一挫成“蓝筹跌幅王”。

派息率40%至60%

大部分蓝筹股的派息政策较稳定，市场预测其股息的准确度较高，而除息的日期每年也相差不多。但中资股及其它类别的股票，尤其是上市时间较短的股票，其派息政策的可预测性相对较低，投资这类权证会比较容易受正股派息所影响。若投资者想降低有关风险，在

正股公布业绩及派息时应避免持有一些短期证，例如一些仅在除息日之后到期的股证，其所受股息因素的影响最大，而一些仅在除息日前到期的股证，亦有正股提前派息的风险。

参考早前统计，A股公司派息率在20%左右，而国际市场通常高达50%至70%。内地投资者更期望于价差收入而对分红没有要求，这导致上市公司缺乏分红压力，而投资动力更高。美国上市公司税后利润的50%至70%用于分红，成熟资本市场上上市公司一般将其盈利的很大部分用于支付股利，其中现金分红是最主要的股利分配方式，股票回购则处于次要地位。美国上市公司的现金红利占公司净收入的比例，在上个世纪70年代约为30%至40%；到80年代，提高到40%至50%。现在，不少美国上市公司税后利润的50%至70%用于支付红利。2000年，中国石油H股在香港上市，“股神”巴菲特大量购入，其判断依据之一是，中国石油H股承诺每年以净利润的45%分红，而这与美国资本市场接近。所谓派息率，也就是当年派息总额/同年总盈利，这个指标一般介于40%至60%之间，某些上市公司派发特别股息，会使这个指标超过100%。但正常情况下，会认为超过60%的派息比率就会对企业的进一步发展造成困难。派息率反映的是上市公司愿意通过现金回报股东的豪爽程度，一般派息率在30%至70%比较健康，太少说明企业盈利能力低下或盲目扩张，或者是管理层铁公鸡一只；太多则说明企业本身看淡公司或行业前景，都是不应该的。

根据相关资料，2011年香港恒生指数派息率排在前10位的恒指成份股，依次是国泰、中银香港、恒生银行、中国银行、新世界发展、汇控、太古、中远太平洋、招商局国际及中移动。投资这些中高息率的蓝筹股，也是不少大型退休基金和机构投资者关注的重点。

(作者系招商证券香港证券投资业务董事总经理)

资深投资银行家、招商(香港)温天纳建言中国蓝筹发展和投资：

估值偏低 A股蓝筹投资价值凸现

证券时报记者 钟伟

证券时报记者：您觉得内地蓝筹股跟香港蓝筹股有何异同？

温天纳：随着经济结构的调整和行业景气变化，目前，一批中国新蓝筹公司已悄悄诞生，它们有可能持续10年、20年、甚至30年，拉动整个国民经济保持增长。新蓝筹正分享了国民经济高速增长成果，不仅具有行业代表性，而且行业成长性突出。

当沪深股指处于阶段性底部时期，低市盈率大盘蓝筹股票组合的

走势明显强于大盘。随着股价结构性调整，蓝筹股和垃圾股的市值差距将进一步拉大，垃圾股价高、蓝筹股价低现象将有所扭转。股市经历大调整后，机构投资者投资理念，正在发生深刻变革。目标为：主业鲜明，且业绩优良；价格适中，市盈率低；流通市值较大，流动性好。股市交易集中度在近年来稳步提高，且成交集中度主要体现在大盘蓝筹板块。

由于中国内地仍处工业化、城市化的高峰时期，上市企业整体上的成长潜力更大，目前平均市盈率仅15倍左右。其中沪深300中蓝筹股的静态市盈率不足13倍，动态市盈率11.2倍，比香港蓝筹股估值还低，这表明投资

的收益率平均有望达8%。目前内地上市公司股票价格的平均水平，已与欧美市场大体一致，比日本、韩国还低一些。

证券时报记者：您觉得A股蓝筹投资还存在哪些潜在问题？

温天纳：我觉得内地上市公司结构方面仍有若干方面不够健全。一是科技创新与资本市场并无完全接轨，创新企业难获融资；二是社会保障与资本市场尚未建立紧密的相互促进作用，养老金和官方或私人的社会保障基金在国际市场中是蓝筹股重要的投资者和股东，持股稳定、长期投资，但内地机构投资者尚未积极参与。投资者建设都是蓝筹投资重要建立的一步。

我认为内地蓝筹企业必须提升自

我服务、自律、规范的职能，与时俱进，求真务实，切实加强自身建设，帮助企业树立强烈的市场意识和回报股东的观念。

上市企业需要持续改进和完善其公司治理结构，监管机构必须对上市公司进行有效监管，促进资本市场体系的成熟和完善。内地蓝筹企业在持续发展的道路上，必须掌握国家发展方向，在科技创新能力、核心竞争能力、个性化经营方式与国际先进水平接轨，提高上市公司质量。在做强做大的前提下大力推进市场化并购重组，支持上市公司主动实施结构调整与产业升级。

证券时报记者：为什么您觉得A股蓝筹股的价值值得重视呢？

温天纳：首先，机构投资者正

在积极寻求新的盈利模式；其次，随着宏观经济的好转，规模化企业的业绩也在明显回升；第三，机构投资者的投资规模正在壮大，其投资目标的巨企特征在加强。在中国，蓝筹股的价值长期遭到低估。出现这种背离现象，与内地证券市场的投资者结构和盈利模式有关。内地股市的上涨主要由资金推动，以往，散户会认为蓝筹股上涨仅为掩护主力出货或机构调控指数需要。因此，对于蓝筹股的崛起，散户投资者尤其需要转变观念。

而投资者在蓝筹股选择上有几个原则需要留意：1、价格不能太高；2、业务和上市地点有其独特性；3、公司管理层的素质、公司财务要具有透明度。

从市值规模看，目前沪深300成分股市值占全部A股65%，流通市值占比56%。自2010年5月份以来，沪深300成分股总市值占全部A股总市值比例稳定在65%~70%之间，流通市值占比稳定在55%~60%之间，成分股具有良好市场代表性和可投资性。

2007年~2010年，沪深300成分股当年累计分红占全部A股市场分别为86.8%、90.2%、88.8%、87.5%。

沪深300指数自2005年4月8日发布以来共进行30次调整，及时反映了蓝筹股结构变迁。

.....

