

融资欲壑难填 回报何时跟上

肖玉航

在网上搜索一下“融资饥渴症”,就会发现有8000多个相关信息出现,而银行、地产等上市公司首当其冲。目前A股市场的“融资饥渴症”可谓日益严重,今年大银行的5000亿左右的融资规模;新股IPO重启以来,高PE发行4000多亿的累积规模和相关上市公司的再融资规模可谓水涨船高。笔者认为,在证券市场融资是正常的行为,但如此之大却又建立在相关公司高福利、高负债率、低分红或不分红的基础上的融资规模,可谓非正常的“融资饥渴症”表现。如果不能在相关指标上比如分红回报、相关项目审核、充分尊重中小股东表决权等给以明确限制,那么其对于A股市场投资者信心而言,将形成巨大的中长期冲击,控制不好,市场有可能出现伤害股东利益的局面。

银行板块首当其冲

从目前融资面最大的行业来看,非银行类公司莫属,只要上市公司融资、再融资,即获全部批准。而部分银行多年的派融比指标(即派息和融资的比例)极差。比如某上市银行上市以来,其总体派融比仅有

目前A股市场的“融资饥渴症”可谓日益严重,今年大银行的5000亿左右的融资规模、新股IPO重启以来,高PE发行约4000亿的累积规模和相关上市公司的再融资规模可谓水涨船高;银行板块首当其冲,而部分银行多年的派融比指标极差;大量新股IPO是建立在高PE基础上的,其许多公司已透支未来多年的发展;这种“融资饥渴症”将严重打击市场信心。

0.24,其在证券市场多年来融资达到272.28亿元,而总派现额仅有66.21亿元,公司内年人均工资达30万元,而股东回报却少得可怜,其再融资后,恐怕仍然难以提高股东现金分红。由此可以看出,公司的发展很大程度上是依靠再融资来维持的,也就是股东投钱,公司内部收益,股东回报降低或受到伤害。目前银行大有在股市上进行“赛跑圈钱”的阵势,面对所有银行类公司的融资饥渴症,笔者认为,在实现融资后,如果其对股东的分红仍然不佳,而公司内部工资、福利收益增加,将从中长期影响股东持股信心,对于证券市场而言,影响不言而喻。

新股高价发行

从新股融资来看,众多拟上市公司在

排队等待上市,由于新股发行制度的缺陷,使得上市公司、保荐机构、承销商等构成的利益链条,共同促成了高估值PE发行的情况,而这种情况也可理解为上市公司融资饥渴症的表现。相关数据显示:新股发行从2009年6月18日桂林三金首发IPO重启批文至本月18日,时间整整一年。在此一年内,两市共有281只股票获准IPO,包括168只中小板股票,91只创业板股票,以及22只大盘股。其中,268只股票已经挂牌上市,合计融资规模达到4052亿元。统计显示,已经上市的新股平均发行市盈率为56.48倍,其中创业板第一、第二批均在80倍左右,部分新股甚至定出了市盈率超过百倍的“天价”。这些融资活动是建立在过高PE基础上的,许多公司已透

支未来多年的发展,此种融资后的风险将可能对市场投资特别是中长期投资形成重大影响。

另外,从许多上市公司分配方案来看,出现最多的是“定向增发”字眼,而对比其上市公司股价、历史回报、融资价等发现,实际上其增发价往往高出了合理PE估值,有的上市公司股价本身市盈率就达50倍,其增发价竟然报出高于股价的价格。这种不考虑历史回报和分红的“圈钱”行为,如果大面积出现,对于中国A股市场的未来发展将产生负面影响。

改变“轻回报”不能只说不练

改变上市公司“重融资、轻回报”的说法已提了多年,虽然因为有了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,回报出现一些好转,但依然是杯水车薪,而“重融资”却没有得到丝毫的改观。我们看到某行业公司总体利润超6000亿元,但给股东的分红少之又少。目前“融资饥渴症”的出现,并非建立在合理融资、市场机制、合理项目和股东回报基础之上。这样的融资行为如果继续下去,市场将深受其害。

(作者系九鼎德盛首席证券分析师)

一样的A-H股折价 不一样的心态

黄湘源

过去3年对H股平均溢价40%的A股,目前首次进入“折价时代”。但是,同3年前相比,一样的折价,市场的心态却不大相同。

3年前的折价,跟现在的折价一样,都可以说是“推倒重来”的结果。不同的是,3年前的A股虽然仍处于对H股溢价指数破百的低位,但是,上证指数已经从998点回到2400点上方,也就是说,以2006年11月3日为分界线,A股告别折价时代的那一天,也就是“重来”的开始。而在2010年6月15日恒生AH股溢价指数跌破100点关口后,不仅对H股折价的A股公司数量还在攀升,而且A股整体估值低于H股的趋势也还在延续。

尽管就目前AH股溢价指数的水平来看,A股市场的处境同2006年有颇多相似的地方,但就导致市场启动调整的动因来

看,不如说更像宏观调控的2004年。2004年的宏观调控不仅同2010年一样在4月份开始,而且,由于同样采用了比较极端的行政性手段,给股市带来的调整力度也有着惊人的相似。2004年以经济过热为目标的宏观调控按下葫芦浮起瓢,这同现在以经济结构为目标的调整可能有着很大的不同,但是,遏制房地产高价究竟意味着泡沫经济增长方式的终结还是经济增长趋势拐点的开始,人们对此不无疑虑。迟疑不下的加息和房地产税仿佛两把悬在人们头上的达摩克利斯之剑。

中国经济在全球性金融危机爆发的大背景下依然保持了高速增长趋势,这不能不说是一个奇迹。但是,没有发生金融危机的中国股市却比发生了金融危机的美国华尔街跌得还凶,而且在全球股市出现反弹的情况下,依然还在反其道而行之,这同样也不能不说是一个“奇迹”。相反的市场走势是导致A股和H股比价倒挂的主要原因。

这主要是因为中国股市不仅在大家都认为该涨的时候不涨,而在不该跌的时候却比谁都跌得更凶。这充分说明,中国股市一直到目前还不是经济的“晴雨表”,而是政策效应的核反应堆。股市没有自己的主心骨,一举一动看的都是政策的脸色。而在政策具有很大不确定性的条件下,股市的走势也在很大的程度上不能不带有神经质的某些特征。

制约市场发展的因素,按照尚福林主席最新的说法,主要是基础性制度不够健全、市场结构体系不够完整、整体运行机制不够规范、价格发现和资本约束机制不够有效等实际问题。在笔者看来,这在本质上并不是市场的问题,而是体制机制性障碍。

中国股市最大的定位错误就在于重融资轻回报。新股发行改革近一年来,IPO募集资金约4000亿元,其中超募的资金就多达2000多亿元。与发行人和中介机

构成倍超募成倍分利形成鲜明对照的是,今年上半年高达69.36%的投资者亏损。在这种情况下,新股还在不停地发,高价融资还在继续。这是对投资者信心的严重打击。

当前大面积拖累A股估值后腿的主要是金融银行股,这在很大程度上也是同市场对银行股无视市场的低迷而掀起融资高潮的反感分不开的。金融危机对银行资本充足率提出了更高的要求,而银行却把提高资本充足率的压力转移给股市。大比例的高额融资再融资对于银行来说虽然是救急措施,但如果银行长期改变不了贪吃政策饭的坏毛病,“大到不能倒”反而酝酿着更大的危机。这就是市场为什么对银行的大规模融资行动不喜反忧的道理所在。

焦点评论



赵乃育/图

实话实说

大都市建设切忌拔苗助长

丁洪峰

从今年起,西安计划用10年时间初步建成国际化大都市。西安市相关部门对市民素质提出了基本标准,例如到2015年,一半市民能认500个繁体汉字和会说900句英语。

估计没有一个城市不希望自身成长为一个国际化大都市,这事关一个城市的知名度、美誉度,更是一个城市综合实力的象征。但考虑到国际化大都市建设的庞大性与复杂性,须切忌拔苗助长。

据悉,国际化大都市的概念最初是由苏格兰城市规划师格迪斯于1915年提出来的。目前关于国际化大都市还没有形成一个公认的定义,但较为公认的是,是指那些具有超群的政治、经济、科技实力,并且和全世界或大多数国家发生经济、政治、科技和文化交流关系,有着全球性影响的国际第一流都市。理解国际化大都市概念的关键点是“影响力”问题。

容易看出,要建设国际化大都市,并非朝夕之功,除了基本的地理、经济等要素之外,还有很多非意志性的因素。换句话说,国际化大都市很难说是人为选择的结果,而是伴随着经济发展、现代化建设,带来

的人文素养等的不断提升、文明进步,而逐渐形成的。任何的单兵突进,都可能使本来的计划因为缺乏城市环境、氛围等城市配套设施和相关制度的全方位支撑,而难以起到什么效果。即使放眼全球,国际化大都市也屈指可数,纵使北京、上海、跟纽约、伦敦、东京等公认的国际性大都市相比,也存在不小的差距。

订立一个目标或许不难,但如何实施就是个大问题了。比如西安制定的计划措施,到2015年,一半市民能认500个繁体汉字和会说900句英语,既要诵读唐诗、宋词,也要诵读歌德、普希金;加大处罚力度,随地吐痰、乱丢垃圾均罚50元。但问题是,这些措施要如何实施呢?市民到哪里去学英语,谁来买单,谁来检查?对吐痰、丢垃圾等,如何监督谁来处罚?这些都是问题,很可能在具体实施过程中遭遇较大的阻力。

城市的建设定位当慎之又慎,这和城市建设规划在本质上并没有什么不同。如果发展规划科学、合理,那么将极大推进城市的发展,反之,很可能变成一种折腾,造成大量社会财富的浪费,耗费巨大成本却收益很小,而拔苗助长式的盲目发展,则尤其值得警惕。

财经漫画

A / H 股折价

经济时评

李云峥

据海外媒体报道,中国北方石油化工集团和缅甸国家油气公司将共同勘探开发缅甸内陆地区的油气资源:中缅双方企业在缅甸新首都内比都签署了一项产量分成协议,根据协议,双方将组建合资公司来共同勘探开发缅甸内陆PSC-F区块的石油和天然气。此前的6月3日,中石油集团与缅甸国家油气公司共同签署协议,共同修建中缅油气管道及储运设施,年设计输送能力为2000万吨。

笔者以为,中缅油气管道的正式开工建设,是中国能源进口多元化和西部大开发的一个利好消息,不过从中缅油

气管道背后的“多国色彩”依旧浓厚来看,或许也是中国能源战略“走出去”过程中面临的现实环境缩影,表明中缅油气能源合作仍有很大的深化空间。

从现实情况来看,缅甸的油气资源开发具有强烈的地缘政治色彩,其中的国际利益结构“制衡”现象非常明显。2009年中国的石油企业为中缅油气管道做前期准备时与一个财团签署了为期30年的天然气协议,该财团以韩国、缅甸、印度的多家公司为主体组成,原因很简单,因为该协议涉及的缅甸A-1和A-3区块的Shwe气田、Shwe-Phyu气田和Mya气田,韩国大宇国际公司在这些气田中拥有51%的股份,缅甸油气

公司拥有15%的股份、印度石油天然气公司拥有17%的股份、印度GAIL India公司拥有8.5%的股份、韩国天然气公司拥有8.5%的股份。

虽然名为“中缅油气管线”,但是其中的参与和拥有权利国家却不仅仅是中国和缅甸两国,作为南亚的一个重要政治经济力量,印度在中缅油气管线项目中居然也拥有相当的股权。在2010年3月印度能源部就公开宣布,印度和缅甸两国在边界和能源合作问题谈判中签署了相关协议,按照协议,印度国有的石油天然气公司和印度天然气公司除了共同出资11亿美元获得缅甸境内两处油气田的开发权外,还将共

同出资2.5亿美元参与修建从缅甸实兑港到中国云南的石油和天然气管道,并将拥有该管线项目12.5%的股权。

经过中缅油气管线进入中国的天然气资源将会改变目前昆明等地的城市居民燃气使用现状,通过中缅油气管道输送的缅甸西海天然气进入昆明后,将以不超过3.5元/立方米的价格供应给昆明居民。而就在当时,昆明市居民生活煤气价格仅为1.1元/立方米左右,虽然有天然气火力是煤气的1.7倍的说法,但是毕竟这将直接提高这些城市的居民用气成本数倍以上,未来如何协调好其中的国内利益“矛盾”和降低成本,也是一个不容忽视的问题。

口舌之勇

房价“面粉贵过面包”辩

孙勇

面粉是原料,面包是成品,作为成品的面包除了包含面粉外,还包含将面粉制作成面包的人工以及佐料等成本,因此,面包贵过面粉理所当然,反之,则违背经济学原理和人们的日常生活经验。

但凡事总有例外,在某些特殊的情况下,也会出现“面粉贵过面包”的现象。这些特殊的情况包括:

第一,为了打压竞争对手,扩大市场份额,卖家故意压低价格,亏本卖出面包。

第二,由于口味不佳、缺少竞争力或面临霉变等原因,面包滞销,出于防止亏损扩大和减少库存产品的目的,卖家选择甩卖面包。

第三,面包店要转行了,卖家为了尽快清空库存产品,不计成本地将在售面包斩仓。

需要指出的是,在上述三种情况中,作为价格比较双方的面包和面粉,应是同一品牌或品种,即A品种或品牌的面包,只能和A品种或品牌的面粉进行价格比较。如果拿A品种或品牌的面包,和B品种或品牌的面粉进行价格比较,就会乱了套:这种缺乏统一逻辑起点的比较,是一种错位的混乱的比较,其比较结论对于生产或购买面包并无多大参考价值。比如,拿一块世界名牌布料,和一件非品牌的普通成衣制成品相比,从而得出“面料贵过衣服”的结论,就没有什么意义。

最近两年,房地产评论很是流行借用“面粉贵过面包”来说事。据笔者观察归纳,房地产评论中所谓的“面粉贵过面包”,是指这样一种情形:某地块招标大热,导致该地块最终拍出的价格,超过了该地块附近已建成楼盘的价格。

仔细推敲起来,在上述情形下得出“面粉贵过面包”的结论,失之偏颇。因为,竞标拍得的地块是A,而该地块附近已建成的楼盘是B,两者品类不同,没有比较方法论上的共同逻辑起点。如果要比,也只能将A地块的拍卖价格,和在A地块上建成的楼盘的价格进行比较,倘若前者比后者高,才能得出“面粉贵过面包”的结论。而实际上,这种情况目前似乎还没有发生。一个明显的事实是:开发商近两年通过高价竞标获得的土地,很



多还没有完成房地产开发,即“面粉”有了,但对应的“面包”还没有做好,既然如此,所谓“面粉贵过面包”更是无从谈起。站在理性的角度,我们甚至要承认这样一种可能:土地固然拍出天价,但将来在该土地上建成的房子有可能卖得更贵,从而让开发商有利可图。

那么,房地产市场中会不会产生“面粉贵过面包”的现象呢?从理论上讲,完全有这个可能。比如,政府宏观调控手段严厉,房地产市场供过于求,开发商之间竞争激烈,投机炒房之风式微,等等,都有可能

导致开发商以低于获取土地的价格,亏本抛售在该土地上建成的楼盘(从这一点看,“面粉贵过面包”对于购房者而言,实际上是一件好事,也有利于刺破土地的价格泡沫)。不过,在城市人口激增、住房刚性需求旺盛、土地财政尚未根治、住房保障体系有待完备的中国,还看不到开发商亏本抛售楼盘的迹象。

目前,“面粉贵过面包”的说法在房地产评论中大行其道,反映了国人不满“地王”频出、希望遏制房价过快上涨的心理,然而,寄望用这种似是而非的说辞,给高烧的房地产降温,并不会收到任何实效。无论你多么痛恨房价飙升,你在抨击房地产开发商的时候,首先得承认他们是一个理性的、精明的逐利群体,绝不会轻易做那种让你一眼就看不穿的愚蠢的买卖,而你将“面粉贵过面包”的评论泼向房地产开发商的时候,既贬低了自己的智商,也会换来开发商不屑于接招的嘲笑。

当然,如果将来有一天,中国房地产市场真的出现了“面粉贵过面包”(即在售楼盘的价格,低于开发商为获得该楼盘所在土地而支付的价格)的现象,那可能意味着房地产市场泡沫破灭的开始,也可能意味着房地产买方市场的大幕终于拉开。这倒恰恰是大多数人期待看到的局面。

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。

如果您想发表评论,请打电话0755-83501640;发电子邮件至ppll18@126.com;或寄信到深圳彩田路5015号证券时报评论版(518026)。