

■每周酷图与思考|Chart and Idea|

提供稳定正超额收益的投资渠道
定向增发投资的收益构建

国泰君安策略团队

定向增发是股权分置后,恢复上市公司再融资功能的一个重要标志。2006年证监会推出的《再融资管理办法》中,关于非公开发行,除了规定发行对象不得超过10人,发行价不得低于市价的90%,发行股份12个月内(大股东认购的为36个月)不得转让,以及募投资用途需符合国家产业政策、上市公司及其高管不得有违规行为等外,没有其他条件。这就是说,非公开发行并无盈利要求,即使是亏损企业也可申请发行。

定向增发有投行程序和参与要点

1、**董事会决议,预案公告:**一般格式、发行种类、发行时间和安排、发行对象、发行价格和定价方式(定价基准日)等。这一过程一般是保密的,涉及重大资产重组、影响股价波动的,可能会停牌;因为定价基准日一般是预案公告日,防止股价波动;如果出现发行量大的情况,可能会提前和机构沟通;投行一般会提前参与预案讨论过程。

2、**股东大会通过日:**董事会将预案提请股东大会审批。

3、**证监会批准日:**一般在批准日前后,开始接触机构投资者。证监会会给出不通过、有条件通过和无条件通过,最后以拿到证监会批文为主。拿到审批后六个月内组织发行。

4、**增发发行:**发行价证监会要求采取竞价模式。

参与定向增发的流程

首先,要建立联系流程,一般投行在参与项目后,会将信息传递给主要潜在机构投资者。

再次,在公司发布董事会预案后,可积极与机构沟通,调研,对项目与增发对公司的影响进行分析。这一阶段到最终增发一般有较长时间,二级市场参与机会也是存在的。

第三,拿到批文后,投行会组织增发活动,上市公司向主要股东和机构发送竞价邀请函,机构申报自己的价格和数量,然后上市公司按照价格优先和满足发行数量的原则,确定最终发行价格。现场律师会监督发行过程,最终结果报证监会备案。

定向增发的投资收益统计分析

定向增发有几个关键时间点:1、增发预案公告日,市场需要对该行为进行评价;2、股东大会通过日和证监会批准日,增发进入操作阶段;3、增发公告和股份解禁日。

分为两种类型的投资:一类是参与二级市场,进行事件性投资;一类是参与定向增发,获取持有期收益。

1、**二级市场投资收益分析**
第一个时间点是增发预案公告日为时间点。我们选取了定向增发主要是向机构投资者增发的情况,选取了几个时间点:预案公告后一周、二周、一个月、二个月、三个月、半年几个时间点。

图1:预案公告日后股价平均涨幅(成功实施了定向增发)

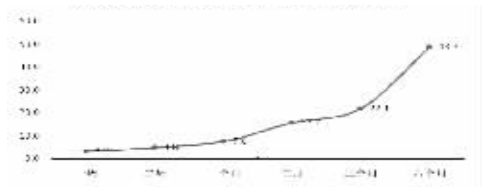


表1:增发价溢价率预案公告日后一日涨幅

通过以上分析可以发现,由于采取竞价机制和发行最低价格下限管理,所以预案公告日后几天参与,可以获取较增发价平均低30%的价格获取二级市场股份。所以预案公告日后参与二级市场是一个可以替代参与定向增发的投资方案。

第二个时间点为增发公告日,公司实行了定向增发。仅向机构投资者定向增发的收益比较明显,包括所有类型的定性增发。

图2:仅向机构投资者增发的增发日后的收益

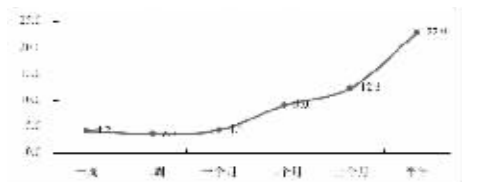
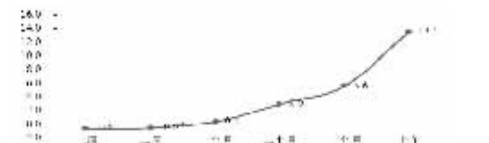


图3:包括各种类型增发后收益率



结论:1、以算术平均数为计算参照系数,预案公告日参与二级市场的收益比较明显,如果加上分析判断,则可以作为一种很好的投资策略,赚取绝对收益。
2、定增公告日以后,如果挑选机构投资者参与的标的,则仍能获取较高的收益。
在牛熊市不同阶段如何把握定向增发的较大收益呢?请关注下期“每周酷图与思考”。

■名家|Columnist|

经济低谷即将来临,谁将裸泳?

邵宇

2008年金融海啸爆发之初,全球各主要经济体响应华盛顿G20峰会的号召,争先恐后地采取扩张的财政政策和货币政策。从危机后阶段过渡到后危机时代后,由于各国复苏情况不同,加之日本地震、中东地缘风波和石油市场动荡等接踵而来的冲击,各国的货币政策方向开始分化,2010年我们看到的是新兴经济体和发达经济体分道扬镳,而今年大家又开始不约而同地一起踩刹车了(日本除外)。

尚待观察的欧美经济

欧洲中央银行从4月13日起上调欧元区政策利率0.25个百分点,其中主要再融资利率由1%调至1.25%。本次加息说明欧洲中央银行(ECB)认为整体通货膨胀、核心通胀以及财政收紧背景下市场的未来通货膨胀的预期均已形成同样的上升趋势,标志着欧元区的非常规货币政策时期结束。欧洲央行的每次加息都是有连续性的,且本次加息的重要前提是实际产出的增长在可接受的范围内,因此我们判断ECB后续连续加息的概率较高。由于短期内ECB加息导致的资金成本上升不会对欧元区问题国家的财政状况造成显著影响,我们仍然保持对2011年对欧洲主权债务问题的乐观态度。

美国的复苏和权益市场的繁荣高度依赖量化宽松政策的流动性注入。目前美联储(FED)对实体经济恢复相对满意,但美国消费数据和消费预期在经历半年多的乐观上行后出现了转折,消费者信心指数在3月份出现金融危机以来的最大单月降幅,同时美国Case-Shiller20个城市综合房价指数也已经保持连续四个月的下滑态势。伯南克明确显示美联储二次量化宽松(QE2)不会提前退出。我们预测FED在今年下半年最有可能的选择是数量型政策由松转稳,但利率政策仍然不会跟进欧洲。当然随着持有资产逐步到期,美联储会缓慢而自然地回收一部分之前放出的美元流动性。

日本是个情有可原的异数,大地震的冲击与核危机导致二季度日本经济增长非常悲观,灾后日本央行向市场注入了大量的流动性,在大地震后恢复交易的短短3天内向市场的总共有注资规模达到了18万亿日元;按照目前计划,到2012年6月底,向市场注资规模累计将

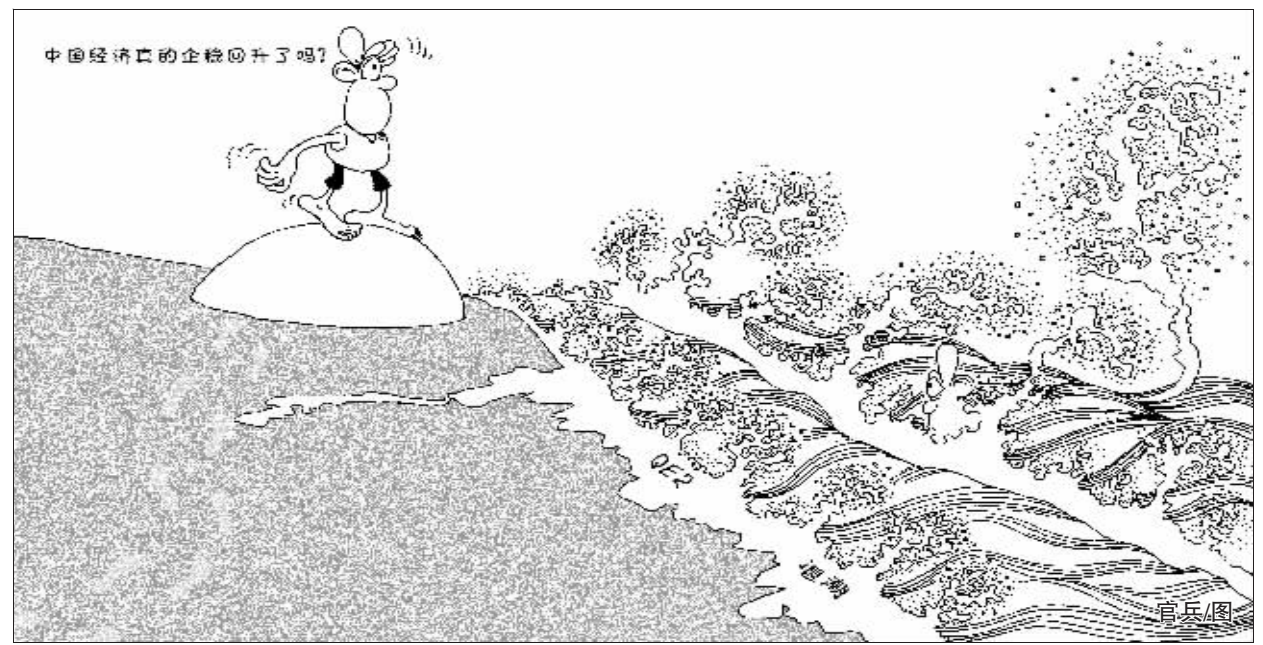
达40万亿日元,这相当于美国QE2的75%的当量。在时间上,相信日本央行能接过美联储的接力棒,将全球流动性保持在相对较高的水平上。特别是二季度,日本央行过度反应后,在欧洲从紧、美国向稳的大环境下,日元仍然是最廉价的国际流动性来源。重建和保险偿付会吸收其中的大部分,不过这要等到四季度了。

尴尬的新兴经济体

在全球流动性水位难降的情况下,最尴尬的还是新兴经济体们。在国际货币低利率的大环境下,基本面相对较好的东南亚、中北欧和南美吸收了大量的资本流入,这与旺盛的国内需求和没有受到多大打击的国内生产一起,推高了新兴经济体的通胀水平。总体上看,2011年新兴经济体的货币政策无疑是偏紧的,印度又大力加息;在跨境资金流动方面,2010年底部分新兴经济体实施的一些诸如资本流入税,间接资本管制等措施不会取消。较大幅度的升值成为包括中国在内的这些生产国目前较为有效的政策工具。不是吗?眼看人民币越涨越高,我们判断实体经济会在二季度跌入低谷,接近理论上的潜在增长率9%,而且不排除进一步下降的可能,货币政策会不会停下来观望呢?继续加息吗?这的确是旗帜鲜明的紧缩信号,它会减少脱帽,但是会加重债权人负担,是地方政府和企业的不能承受之重。货币政策并不神秘,无非是压缩总需求,为质量换速度营造一个宽松环境,就怕速度下去了,结构也没调成,因为大家还是在玩以时间换空间的老把戏。无论如何,如果继续保持货币政策当前节奏,必然会冷却实体经济,降低货币流通速度和打压资产价格,给中国经济砸出个坑来,相信二三季度就会得到验证。

微观数据难显中国经济乐观

中国的微观数据更难让世界乐观:一季度上市公司净利润同比增长24%,扣除金融行业同比增长24.2%;再扣除石油石化行业,同比增长20.1%。一季度净利润增速慢于营收增速,不仅与期间费用率下降有关,毛利率同比下降是一大原因。收入虽然增长但是净利率下降导致业绩低于预期。根据朝阳永续净利润一致预期,中证700



指数扣除金融的2011年净利润增长预期从年初的35%上升到近48%,显然一季报与之相差甚远。可以进一步拆解盈利看全年经济增长。1,收入增长。考虑到一季度只是政策紧缩期的前半段,一季度投资增速依然超预期,全年收入预测在20%-30%之间,更大概率是靠近区间下端。2,毛利率下滑还将持续。毛利率的下滑已经在二季度有所体现,但其幅度远未达到2004年和2008年两次高通胀时期,下滑似乎才刚刚开始。3,期间费用率仍有小幅下降的空间。随着收入的稳定增长,管理费用率和销售费用率仍有一定的下行空间,但是财务费用率将随着紧缩货币政策的延续而有所提高。

另一方面新近发布的4月份中国制造业PMI为52.9%。与往年不同,4月PMI指数环比走低,52.9的数值为历史同期最低,说明政策紧缩给生产经营者预期带来了明显变化,经济正在往紧缩调控的方向转变。其中分项指数中新订单指数同样为历史同期最低值,需求弱势尽显,代表海外需求的出口订单指数也是环比下降;库存方面,无论是原材料指数还是产成品指数,均为历史同期最高,尤其是产成品库存指数明显高于往年;购进价格指数虽然连续第二个月环比下滑,但是其绝对数仍然在65上方,显示成本上涨压力依然不容忽视。区域方面,东部PMI综合指数有所下滑,中部和西部持平或微涨;长三角、珠三角PMI综合指数弱于环渤海、闽南三角地区,表明紧缩政策对发达城市地区的影响较为直接。再观察PMI大类行业指数:原材料与能源行业有所反弹,中间品和生产用制成品指数明显走弱,生活消费品指数

近乎走平;产成品库存方面,中间品和生产用制成品以及生活消费品指数均处于高位,显示上游库存压力虽小,但集中于中下游,与终端需求疲弱有关;新订单方面,中间品、生产用制成品和生活消费品指数果然较弱,其中中间品和生产用制成品环比下降明显。在PMI20个细分行业中,行业指数呈现弱势的行业包括:化纤橡胶、交运设备、电气设备和纺织业。产成品库存方面,压力较大的行业包括:化纤橡胶、专用设备、纺织、造纸、食品加工制造,而非金属制品压力较小。新订单方面,石油加工炼焦、化纤橡胶、专用设备、交运设备和纺织业走势较弱。

投资如何应对?

我们建议权益投资者策略总体上应由攻转守,行业配置从中上游转向下游。三维度选择业绩稳健型行业。1,毛利率明显抗跌行业:计算机、传媒、餐饮旅游、纺织服装、医药、商贸零售、食品饮料。2,期间费用率仍有较大改善空间的行业:国防军工、机械、石油石化、交通运输、家电、通信设备。3,营业收入超预期的行业:纺织服装、食品饮料、机械、医药、建材、家电、餐饮旅游。由于价格是今后决定企业盈利的关键因素,毛利率抗跌优于期间费用率下降幅度大,期间费用率下降幅度大优于营业收入的大幅增长。综上所述,建议重点关注食品饮料、商贸零售、餐饮旅游、纺织服装和医药。

固定收益方面,在二季度公开市场到期资金量巨大、外汇占款均维持高位的情况下,市场资金面出现实质性紧张的概率不高。但不可否认因可能来临的流动性增量上的收缩由此造

成的心理上的冲击,可能压制交易意愿再进而降低货币乘数,并最终导致流动性拐点的来临,因此6月前利率产品最好压缩久期进行防御,信用产品还是可以以高息持有来抵御有限资本损失。

货币方面,看好资产负债表更为强健的新兴生产型经济体和资源型经济体,如人民币和澳元。做空美元,直到美国有明确的货币紧缩的信号。上周美元指数破位可能会驱赶大宗商品价格的盛筵进入最后狂欢阶段。大宗商品价格很快会有明显分化,中东地缘风险演化成利比亚战争后,石油价格处于高位将会成为今年的常态。而我们对二季度其它大宗商品需求和价格短期看跌,随着总需求的降低,硬商品,特别是其中受新兴市场因素拉动的基本金属和黑色金属(例如铜和铁矿石)会受到打压,在日本重建开始前,应该都不会有系统性的机会。因为交易员们找不到实体经济中的任何借口来扩大多头头寸,即便是在美元继续如此走软的情况下。相对而言,尽管供给有所缓解,软商品的表现也将好于硬商品。同时拉登的突然死亡,中期提振美元,因反恐阶段目标完成,美军撤出压缩军费和安全开支,整顿财政,消减赤字。同时地缘风险中恐怖主义退潮,缓解能源供应上恐怖袭击风险,有望降低油价中风险溢价水平和总体价格。不过,我们预计日本将在第三季度开始恢复生产,第四季度开始灾后重建,相信届时一定会再次加大大宗商品价格上的压力。

(作者系宏源证券首席分析师)

债市机会由二级市场向一级市场转移?

目前依然有部分市场人士对债市表示担忧,除基本面因素外,资金面上也存在较大分歧,主要体现在货币市场资金及银行体系资金两方面上。就前者而言,市场主要担忧体现在二季度货币市场资金利率中枢水平通常会大幅走高,不利债市走势;而经过前期持续的上调存款准备金率,目前即使银行债券仓位占比较低,银行也未必有资金用于购买债券。那么,专业人士的结论又是如何?银行、保险债券仓位能否继续支撑债市走势呢?投资者又应如何来分析第二季度的债市去向?请看国信证券李怀定和国泰君安姜超等对当下债市热点问题的分析。

宏观环境:货币继续从紧
资金面临配置压力

国信证券李怀定:从宏观经济环境来看,虽然4月份工业经济环比动能继续放缓,但由于同比预计仍在高位运行,因此经济可以说依然良好;而4月份CPI同比虽然可能小幅回落,但毕竟与3月份的5.3%差不多,而且4月份信贷可能会有所反弹,因此央行货币政策会继续从紧,信贷如之前判断还不能放松。

国泰君安姜超:4月PMI环比回落0.5%,经济增速仍在放缓,而且原材料和产成品库存都在高位,去库存随时可能发生;而近期食品和大宗商品价格持续回落,显示通胀压力有所减缓。另外,3月

工业企业利润和收入增速双双下降,利润降幅大于收入,显示通胀已开始侵蚀企业利润。

国信证券李怀定:虽然存准率后期上调幅度与空间都有限,导致公开市场回笼角色回归主导低位,从而加大了后期债券净发行量,但目前来看,7-8月份之前公开市场到期资金规模都较高,结果是即使存准率不做任何调整,央票净发行规模可能依然非常有限,这决定着在此之前债券净发行总量可能依然非常有限。而信贷在8月底之前至少会增加3万亿左右,导致期间银行贷款与债券市值可能继续走高,这意味着债券仓位可能会越来越低,这样纵然8月后期信贷可能放松及央票净发行开始放量影响,资金

的配置压力或仍能再持续一段时间,当然最终是否如此需要看此前的非央票类债券净发行情况。

国泰君安姜超:5、6月公开市场均到期资金约1000亿元,未来资金面情况将取决于央行回笼力度。从上周投放力度看,央行仍偏向较宽松的流动性,7天回购利率维持在3%-4%的可能性较大。

国信证券李怀定:由于6月份公开市场与存准率的整体实施结果通常也是小净回笼,规模约1000亿左右,因此目前来看6月份存准率的上调压力大于5月份。理论上,由于目前央票未到期余额已非常低,3000亿-3500亿的规模央行完全有能力承接。我们认为只要二季度央行对信贷继续贯彻从紧的态度,那么相关利率政策压力可以得到显著缓解,即使央

票利率小幅上行,基准利率也可以不调整,或少上调。

当下债市表现

国泰君安姜超:金融债表现仍弱于国债,主要由于金融债供给偏多,而国债供给相对不足。前4个月政策性金融债共发行49只,占去年全年的一半,而国债仅发行20只,占去年全年的四分之一。4月信用债发行1700亿元,大幅低于3月的3100亿元。从具体的品种看,短融和中票供给大幅下降,而企业债供给与3月基本持平。我们预计5月信用债供给将再次回升,另外次级债或混合资本债将陆续发行。前4个月,短融、中票和企业债发行只数都已超过去年的一半,但发行量占比不到去年一半,表明中低等级信用债发行占比上升。冀中能源和南京钢铁于本周发行,后续仍有较多公司债发行,且多为可回购债券,建议投资者积极关注一级市场的投资机会。

风险与机会之辩

国信证券李怀定:虽然目前依然有部分人士对债市表示担忧,我们却认为,货币市场资金利率中枢水平提高未必一定会导致债券市场收益率走高,而且银行、保险债券仓位继续支

撑债市走势。就后者而言,我们认为上述结论隐含的两个严重假设,假设一是银行资金来源是稳定的;假设二是贷款与债券(当然也包括其他资产)的比例是稳定的,但这两个假设目前来看显然是不成立的。

国泰君安姜超:近期我们持续提醒投资者交易所信用债面临的风险,宽松资金面不可持续,信用债供给或将再次放量。近两周交易所信用债收益率有所上升,但幅度不大,整体上,我们仍相对谨慎,建议适当减仓涨幅较大品种,转向新发行的公司债。

国信证券李怀定:期限结构上,如果仅从1个月交易时间来看,我们依然倾向于中端品种,主要是3-5年期,但如果从3个月持有时间来看,我们认为中长端债券或许具有更强的配置价值。从固息浮息品种讲,目前浮息债相对优势越来越明显,其中Shibor浮息债近期来看略优于定存浮息债。就所有债券大类资产配置角度而言,我们依然倾向于信用债,因为在资金面推动导致基准债收益率相对稳定的背景下,较高的信用利差不但可以使得信用债获得一定的资本利得机会,而且纵然收益率绝对水平无法回落,较高的息票保护也是其优点。

(言心整理)