

■ 察颜观色 | Yan Jincheng's Column |

谁扼杀了新股的上升空间

证券时报记者 颜金成

月底,创业板第一批股票就要解禁了,首批28家公司的股价没几家是高于上市首日开盘价的。市场里质疑声不断,有怪大股东套现的,有怪高价发行的,有怪股票成长性差、业绩变脸的。

笔者看来,这些问题都不是最根本的。单从财务数据上看,28家公司成长性并不差,很多公司业绩连年增长,投资者赚不到钱,很大程度上是上市首日炒作过度所致。二级市场在发行首日的炒作,才是扼杀二级市场股价上涨的主因。

先看数据。根据统计,28家首批公司,22家公司净利润4年复合增长率超过20%,16家超过30%。单从财务数据上看,这种增长显然是很可观的。可怕的是,这么好的成长性,上市3年后,28家公司能够带来正收益的,不到一半。

以最典型的华谊兄弟为例子,谁都知道这几年看电影的人越来越多,中国人越来越有生活情趣了,去年电影屏幕数量几乎以超过5成的增速增长。最近5年,华谊兄弟的净利润同比增速分别为:147%、16%、24%、78%、36%。

可惜的是,如果以上市首日开盘价买入这只高成长、又迎合时代发展的股票,至今你仍会是小幅亏损。别忘了,这里说小幅亏损的前提是,你要等足三年拿到现在,这中间很可能是巨幅亏损的。你是靠华谊兄弟不断增长的业绩来治疗上市初疯狂炒作的伤。

当然,我们很容易想到的一个解释是,这些公司上市的时候首发市盈率太高了,比如华谊兄弟发行市盈率是69倍。高价发行,算是一个原因。

但笔者看来,相对于高价发行,二级市场的疯狂炒作,更为恐怖。以

华谊兄弟为例子,发行价为28.58元。上市首日一度被狂拉到91.8元。市盈率直接从69倍翻到几百倍,当日收盘价收到70.81元,市盈率仍是以百倍计算。此后,华谊兄弟连续下跌了整整3个月才见底。在业绩连续高成长的3年里,华谊兄弟的业绩高速增长,二级市场却只能等待,等待业绩来抚平疯狂炒作的伤口。

这两年来,管理层对新股上市高价发行的现象非常重视,进行了严格的监管。但我们看看最近上市的洛阳钼业,这个例子很明显告诉我们,即使一级市场把发行价压下去了,二级市场照炒不误,这样,二级市场仍然享受不到低价发行后带来的成长福利。

洛阳钼业此前公布的报价明细表显示,向来谨慎的全国社保基金四零五组合、一一二组合、一一一组合等部分社保基金,给出的申报价格都在6元以上,南方广利回报债券型证券投资基金申报价格甚至达到了9元;另一方面,申报价格低至3元区间的机构却是凤毛麟角。主承销商安信证券给出合理估值区间更是高达6.49元/股-8.48元/股。但最终洛阳钼业的发行价定在了3元钱。

按理说,这么低的发行价,应该是让利于二级市场了吧?但可惜的是,3块钱的洛阳钼业在上市首日的开盘价直接就被打到了8.7元,直接翻两倍。二级市场的投资者想低价买入,没门!

专栏之前写过文章谈到过,国内散户为主的投资者结构严重影响市场定价,投资者普遍喜欢炒新、炒小、炒概念。如果这样的投资始终占据市场主要地位,市场定价自然向这些股票倾斜,蓝筹股没人要,概念股炒上天。

而在投资者结构的问题没有解决之前,即使一级市场把价格按住了,二级市场也会把它修复。

■ 点击理财品 | Big Sale |

民生加银债券基金 10月9日起售

基金名称: 民生加银平稳增利定期开放债券型证券投资基金
基金管理人: 民生加银基金管理有限公司

发售日期: 10月9日到11月9日
基金经理: 陈薇薇, 财政与金融学硕士, 10年证券从业经历。2012年3月加入民生加银基金管理有限公司, 现任固定收益投资负责人、民生加银信用双利债券型证券投资基金基金经理。

投资范围: 本基金是纯债券型基金, 不通过任何方式投资股票和可转换公司债券 (不含分离交易的可转换公司债券), 仅投资于固定收益类金融工具。固定收益类金融工具资产占基金资产比例不低于80%, 但在每次开放前三个月、开放期内及开放期结束后三个月的期间内, 基金投资不受上述比例限制。在开放期, 本基金持有的现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%, 在非开放期, 本基金不受上述5%的限制。

融通岁岁添利债基 10月9日起售

基金名称: 融通岁岁添利定期开放债券型证券投资基金
基金管理人: 融通基金管理有限公司

发售日期: 10月9日到11月2日
基金经理: 蔡奕奕, 6年证券从业经验, 管理科学硕士。现任融通易支付货币基金和融通四季添利债券基金基金经理。

投资范围: 本基金投资于债券类金融工具的比例不低于基金资产的80%, 但在每次开放前三个月、开放期及开放期结束后三个月的期间内 (如遇市场情况急剧变化的情形, 基金管理人可在履行适当程序后, 根据实际情况延长), 基金投资不受上述比例限制。不参与一级市场新股申购或增发新股, 也不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产, 可参与一级市场及二级市场可转换债券的投

资, 因持有可转债转股所形成的股票以及因投资可分离债券而产生的权证将于30个工作日内卖出。在开放期, 本基金持有的现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的5%, 在非开放期, 本基金不受该比例的限制。

富国7天理财债基 10月10日起售

基金名称: 富国7天理财债债券型证券投资基金
基金管理人: 富国基金管理有限公司

发售日期: 10月10日到10月16日
基金经理: 郑迎迎, 硕士。2011年8月至今担任富国基金管理有限公司债券研究员。

投资范围: 本基金投资于现金、通知存款、短期融资券 (包含超短期融资券)、一年以内 (含一年) 的银行定期存款、协议存款和大量存单、期限在一年以内 (含一年) 的债券回购、期限在一年以内的中央银行票据、剩余期限 (或回售期限) 在397天以内 (含397天) 的债券、资产支持证券、中期票据等。

华夏理财30天债基 10月18日起售

基金名称: 华夏理财30天债券型证券投资基金
基金管理人: 华夏基金管理有限公司

发售日期: 10月18日到10月23日
基金经理: 李广云, 硕士。现任中信稳定双利债券型证券投资基金基金经理。

投资范围: 本基金投资于现金、通知存款、一年以内 (含一年) 的银行定期存款和大量存单、剩余期限 (或回售期限) 在397天以内 (含397天) 的债券、资产支持证券、中期票据、期限在一年以内 (含一年) 的债券回购、期限在一年以内 (含一年) 的中央银行票据、短期融资券等。

(木子 整理)

新瓶装旧酒 应收账款信托多为政信项目

证券时报记者 李涪涪

早已有之的应收账款信托近期呈发行井喷之势。据不完全统计, 从今年6月至今, 有超过100款应收账款类信托产品发行, 募集资金超过今年应收账款信托总量的一半。有业内人士指出, 应收账款信托的突然扩容并非偶然, 在对地方财政和平台公司债务风险愈发担忧的背景下, 相当部分平台公司债务被包装成了应收账款信托, 其实质就是新瓶装旧酒, 内容还是政信类的合作项目, 不过是走了应收账款信托的模式。对这类信托的风险, 除关注平台债务及征信类信托的系统性风险外, 由于应收账款可能通过财务造假虚增营收来“实现”, 还要特别考察清产品背后的实际融资方是谁, 是否有股权、土地抵押或第三方担保等增信模式, 并且信托规模相对应收账款的折扣率越低越好。

应收账款信托井喷

近期, 只要浏览三方理财机构网站, 在其醒目位置或者热销产品排行榜上, 总少不了应收账款信托的身影。国庆节之后, 一款基建类应收账款信托南京空港应收账款信托计划在各大三方网站热销并迅速登上热点产品排行榜。该项目资金用于受让南京空港在江宁开发区项目的投资建设而享有的对园江宁经济技术开发区政府的应收账款, 该笔应收账款双倍金额覆盖信托计划融资规模。该信托计划设立了专项偿债基金, 以确保信托计划的如期兑付。产品同时由南京江宁经济技术开发区及南京江宁国有资产经营集团有限公司提供第三方连带责任保证担保。

相比于这款应收账款信托在“政府兜底”说法上的犹抱琵琶半遮面, 更多此类信托计划推介说明书中类似政府信用背书的说法随处可见。比如, 在一家网站发布的成都龙泉驿区投应收账款信托计划说明中, 龙泉驿区投作为委托人将其享有的对龙泉驿区政府约6.6亿元的应收账款信托给爱建信托, 龙泉驿区投将融资获得的资金用于龙泉驿区医疗救治中心项目建设以及改善负债结构。龙泉驿区投有义务溢价回购优先级信托受益人届时持有的优先级受益份额并支付预期收益。产品同时连龙泉驿区财政局、人大预算及成都经济技术开发区建设发展有限公司等做担保。

证券时报记者从多家信托公司和三方机构了解到, 最近, 以应收账款为主要投资标的的基础设施信托增长迅速。目前市场上的应收账款信托产品中, 政信合作类项目占据了绝大部分, 越来越多的平台公司和地方政府开始利用应收账款信托融资模式获取流动资金, 其基本模式是: 信托公司募集资金投资于平台公司或地方财政应收账款, 应收账款收益权转让给信托计划, 以平台公司或者地方财政后续通过应收账款回收等资金流入手段作为信托受益来源, 信托计划捆绑地方财政、平台公司等作为担保, 以控制风险。

另有数据显示, 今年以来成立的应收账款类信托有160多款, 融资金额近500亿元, 且下半年开始出现明显增多趋势。6月份至今, 有超过100只应收



账款信托成立, 募集资金超过今年应收账款信托总量的一半, 其中单只产品规模最小的也有1亿元, 收益率最高达到12.5%, 平均预期收益率高达8.84%, 远远高于银行应收账款类的理财产品。

大打“财政兜底”牌

一边是捉襟见肘的地方财政和并未减少的公共服务刚性支出, 一边是地方稳增长的需要和平台公司偿债压力的逼近, 由此形成的压力只能通过信托融资的爆发性增长传导出来。同时, 由于政信类融资需求巨大, 且前期大部分以信托贷款类产品方式融资, 最近, 看似更有还款保证的应收账款信托便成为政信类融资青睐的方式。

对于政信合作类应收账款的突然爆发, 有业内人士认为, 究其原因, 是国家房地产宏观调控政策传导至地方政府财政收入环节和投资领域的连锁反应。国家对房地产行业的宏观调控使得严重依靠土地出让收入的地方财政收入吃紧, 与收入减少形成对比的是, 各类公共服务的刚性支出并未减少, 由此形成的压力自然通过政信类信托的爆发性增长传导出来。另外一方面, 今年国内经济形势不容乐观, 三驾马车中出口和内需都增长乏力, 投资拉动势在必行, 民间投资不

警惕“刚性兑付”被打破

不论是信托总量的疯狂增长, 还是政信类信托的突然崛起, 除了其“刚性”的原因外, 背后“刚性”的逻辑在于: 信托的刚性兑付, 使得全社会的资本不亦乐乎地涌入套利。不过, 最近有业内人士和机构撰文指出, 刚性兑付的出现, 打破了金融行业中风险与收益相平衡的基本原理, 让信托产品彻底异化。信托的刚性兑付迟早要破、必须要破。

好基基金董事长、总经理杨文斌撰文指出, 信托业的疯狂生长, 还有一个最重要的因素, 就是“刚性兑

付”。刚性兑付是信托业的核武器, 离开了刚性兑付, 信托虽然也会成长, 但可能更加常规化。刚性兑付的出现, 打破了金融行业中风险与收益相平衡的基本原理, 让信托产品彻底异化, 成为一个低风险、高收益的超级性感宝贝。每年8%-10%的无风险收益率, 吸引了全社会资本疯狂涌入, 先是100万以上的高净值客人, 然后是小客户合伙团、实体企业的闲置资金, 甚至所知, 一部分地区的养老资金冲了进去。信托的刚性兑付, 也酝酿了巨大的系统性金融风险, 并可能让全社会的纳税人承担

旺盛, 势必需要公共投资来弥补。不论从拉动地区经济, 还是国内生产总值(GDP)政绩的角度来考虑, 公共基础设施建设都需要融资, 信托刚好提供了这样一个平台。更紧迫的是, 目前, 地方性融资平台进入债务集中到期的时间段, 加上各类稳增长、区域振兴、刺激经济项目的启动, 新一轮资金紧缺倒逼信托融资猛增, 仅靠信托贷款类的融资还不够, 应收账款信托更好打“财政兜底”牌, 募集资金更容易。

还有市场人士认为, 从微观层面看, 实体经济不景气使得相当部分企业, 包括政府平台公司的流动资金被大量应收账款占用, 为盘活资产, 获取流动资金, 它们和信托公司合作利用应收账款模式进行信托融资, 通过资产证券化提前变现债权。

如何识别风险

证券时报记者从多家三方机构了解到, 有平台公司背景的应收账款信托最近卖得很火爆, 甚至有被秒杀和一日售罄的情况, 不仅因为此类产品比银行的应收账款理财产品收益高, 更因为投资者看中“财政兜底”, 认为基本无风险。不过, 这样的看法很危险。对于这类信托产品, 除了关注政信类信托的系统性风险外, 还要特别关注通过关联方虚增应收账款的风险, 并考察其增信方式

是否可靠。”有三方机构人士说。

多位业内人士认为, 在对地方财政和平台公司债务风险愈发担忧以及信托刚性兑付神话迟早会打破的背景下, 首先应该关注平台债务及政信类信托的系统性风险。不能盲目迷信征信类项目的“政府信用”, 此类产品虽然和政府信用紧密相关, 但在法理上并不支持地方政府为信托产品担保。因此, 不能从法律责任上认定政信类信托有政府信用担保, 否则有悖于担保法, 其实质还是企业信用, 但可以看成这类产品上加载了政府对未来行政行为的确认。政信类信托基本没有“有钱不还”的风险, 由于地方财政收入的有限, 政信类信托的最大风险是到期无力支付, 需要延期偿付。

其次, 关注应收账款信托本身的风险。在高企的收益背后, 不排除有企业利用关联公司进行虚假经营往来, 虚增大量应收账款。一旦这些虚假账款被包装成信托产品, 则难逃兑付风险。因此, 在购买此类产品前, 投资者必须弄清产品背后的交易对手是谁, 考察其资质和经营能力以及应收账款是否真实有效; 第三, 信托规模相对应收账款的折扣率越低越好, 目前3-9折都存在, 4-6折的水平比较常见。如果应收账款信托与信托募集规模为1:1的比例, 则应该坚决回避; 最后, 项目最好有股权、土地抵押或第三方担保等增信措施。

■ 投资悟道 | Street Talk |

股民, 你们幸福吗?

证券时报记者 付建利

正当本周一股指萎靡, 股民对红色十月的信心大大降低时, 周二一根阳线, 掀起了不少股民心灵深处的希望, 期待着“牛八大”之前的维稳行情能够让股民也体验一下秋收的满足。然而, 接下来的三个交易日, A股市场的表现, 着实让股民难以启口“牛月行情”。就在国庆节期间, 央视搞了一个街上随机的调查, 逮着一个人就问“你幸福吗”, 闹出了“戛姓曾”的“神答”。我琢磨着, 如果向股民调查“你幸福吗”, 10个人中会有1人给予肯定的答复吗? 就在国庆节期间, 央视搞了一个街上随机的调查, 逮着一个人就问“你幸福吗”, 闹出了“戛姓曾”的“神答”。我琢磨着, 如果向股民调查“你幸福吗”, 10个人中会有1人给予肯定的答复吗?

从人性的角度来说, 在股市上很难有幸福感。跌了吧, 肯定难受; 涨了, 总是有一大堆股票比自己手上的股票涨得更厉害。但在A股市场, 最近5年除了偶有反弹外, 大部分时间都是阴跌不

止, 股民根本没有机会比试谁的股票涨得更厉害, 顶多比比谁的股票跌得更少一些而已, 这哪里有幸福可言啊! 来自中国证券登记结算公司的数据显示, 截至目前, 股票有效账户已达13929.76万户。如果按一个股民设置一个幸福指数, 相信图形一定是非常难看。股民的不幸福, 也在很大程度上拉低了国人的幸福指数。

有一组确切的数据证实了股民有多悲催: 过去10年来, 中国经济总量增长了200%, 股市涨幅为零; 俄罗斯的经济总量只增长70%, 股市却上涨了700%; 印度的经济总量增

长100%, 股市上涨了300%; 美国的经济总量增长了24%, 股市上涨了35%。汇丰银行(中国)有限公司前不久发布的《2012国家家庭财务状况调查报告》中透露: 在过去的一年中, 中国超过23%的受访家庭表示承受了资产减值亏损。如此这般的炒股战绩, 股民该去哪里寻找幸福感呢?

不仅幸福找不到, 随着股指的节节走低, 股民的财富不断缩水, 不少股民实现了“成功瘦身”。记者有个邻居, 是一位72岁的山东籍老太太, 股龄十多年, 至今未实现正收益。既然如此, 何必对股票执迷不悟呢? 老太太调侃道: “我现在在炒股根本就不指望赚钱, 主要是炒股可以逼着自己多想一些问题, 这样就可以防止老年痴呆症, 不给儿女们添麻烦!”

把炒股当成治疗老年痴呆症的药方, 这位老大的想法想必会让不少人吐槽。然而, 在跌跌不休的A股市场, 除了这样的自嘲外, 你还能有其他的想法么? 或者就像近期一位私募基金经理劝告股民那样, 离开A股市场。这篇据说是私募基金人士写给股民的“劝降书”在媒体和网络流传, 该文章犀利地指出“股海无边, 回头是岸”。

再来黑色幽默一下, 虽然股市现在是屠宰场、绞肉机, 但那么多的股民至少体验到了自由的快感: 每天工作时间短, 假期多。想买什么股票就买什么股票, 想卖什么股票就卖什么股票! 这种自己当家做主的感觉, 比起那些整天为了五斗米看老板脸色行事的屌丝们, 幸福指数恐怕要强很多吧?

希望下一个十年, 股民能够说: 幸福就是你看到我时候, 我的股票涨了! 你采访我的时候, 我的股票又涨了!

(李涪涪)