

聚焦 FOCUS 高送转股投资

高送转的秘密

陈开伟

什么是高送转?送,指的是送股,其来源是未分配利润;转,指的是转股,其来源是资本公积。目前,A股市场上通常理解的高送转指的是每10股的送股加转股数超过10。刚好为10则是通常意义上所说的“10送10”(含转增)。大于10的则是更高送配比例了。高送转的机会是明确的,那么如何去把握呢?首先,应当了解高送转公司所具备的特征和秘密。

高送转的起点: 股本小于2亿最可能高送转

由于A股市场存在着明显的小盘股估值溢价现象,股本规模的扩张不应当对估值形成较大的反向作用力,因此,高送转公司主要集中在股本规模较小的公司中。数据显示,2008年~2012年的高送转公司中,有约70%左右的公司初始股本规模在3亿以下。其中,股本规模在1亿~2亿之间的占比将近整体的30%。从股本规模的累计分布看,累计分布线在2亿以下是呈加速上升态势,尤其是在1亿~2亿阶段。而在超过2亿之后的分布曲线斜率逐级下降。股本规模超过5亿的大中盘股中,很少有公司实现高送转。

我们的解读是:中小盘股中,那些股本规模小于2亿股的公司是最有可能进行高送转的。在实际市场运行中,股本规模过小的公司更有动力去扩充股本。一方面,注册资本的增加会带来的积极影响,比如在招投标的资质上更加有保障;另一方面,股本的扩充直接带来总股本尤其是流通股本的扩充,这对于活跃市场流动性有着不小的正面影响。因此,高送转的起点应当是那些股本规模小的公司,而最有可能的是股本规模小于2亿股的公司。

股本扩张来源: 每股公积金与未分配利润较高

在总体效应的股本扩张后,我们也应该关注股本扩张的来源:公积金与未分配利润。从逻辑上并结合市场运行所体现出来的特征,每股公积金和每股未分配利润较高的公司更加具有送转的能力。

从高送转分布特征上来看,数据显示,全体上市公司中,每股公积金和每股未分配利润主要集中在0~2元之间,尤其是0~1元之间所占的比重最大。随着每股公积金和每股未分配利润的增多,相应的上市公司数量也越来越少,毕竟高处不胜寒。

但是,高送转公司在每股公积金和每股未分配利润上却体现出了明显不同。在分布上,区间比重最高点却不在0~1元之间,而在1元~2元之间。从逻辑上来讲,每股公积金和每股未分配利润越高,高送转的可能性越大,但由于公司数量本身不多,所以在区间占比上较小。

因此,从最有可能实现高送转的公司角度去思考,每股公积金和每股未分配利润在1元以上的概率是最大的。虽然,在高送转公司中,这两大指标在1元以下的公司占比也较高,但这种数量是在一个大规模的公司数量中产生。于是,从单个公司的可能性讲,高于1元的概率是更大的。因此,高送转公司的指标筛选上就有一个大致的方向:更高每股公积金和每股未分配利润存在着更大的可能。

高价股驱动力:80%高送转当年年初价15元以上

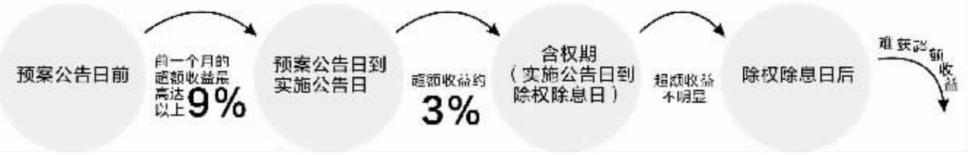
从理论上讲,公积金、未分配利润与股本之间的变换并不影响公司的实体经营,也不应当影响股价。但实际情况显示,这种变化往往带来市场的一个正面表现。一方面,高价股除权后对于小金额投资者更加有吸引力;另一方面,潜在参与者的增多自然带来股价的积极影响。于是,高价股通过送配方式在实现股本扩张的同时,也实现了除权后的低价。价格的分布特征同样成为A股高送配公司的一大特征。

历史数据表明,高价股确实是高送转公司的另一大特点。从具体价格分布看,5元以下股价在高送转公司中的占比很小,30元以上公司占比最为庞大。2008年~2012年的高送转公司中,30元以上公司占比分别

一季度是传统年报季,上市公司大考季节,几家欢喜几家愁。高送转事件中,面对信息黑箱,某些不经意行为或被资本市场精心品读,某些投资成果被提前采掘。投资者们应如何思考和发掘其中的投资机会呢?



2008年~2012年5年间高送转公司平均表现:



为65%、18%、58%、68%和20%。2009年和2012年之所以占比较小,原因在于当年实施高送转公司的整体数量较小,这使得数据代表性不足。2011年,两市超过200家公司最终实施了高送转,其中当年年初股价在30元以上的公司占比达到68%,这已是一个相当高的比重。

2008年~2012年的平均价格分布显示,绝对价格在30元以上的公司数量占比接近50%。与每股公积金和每股未分配利润相一致的是,价格越高,高送转的可能性越大。因此,这个区间应该是一个往上的开区间。如果能够囊括累积分布的80%,我们认为这个区间应当是较为合理。结合平均分布,这个80分位约在15元左右。从统计上来看,高送转公司中有80%的公司当年年初价格在15

元以上。因此,这也可以成为筛选高送转公司的一个指标。

过往股本扩张小: 次新股成高送转阵地

以上市之初的股本规模为基础,在参考期如果股本规模仍然较小的话,那么也就意味着这家公司在历史上的股本扩张并不明显。

我们对高送转公司的历史股本扩张倍数进行分析,累计分布线的高斜率代表了高送转的密集分布区,则在0~1元区间、1元~3元区间和3元~5元区间,斜率依次递减。基本上,高送转公司历史股本扩张倍数在3元以上,再次进行高送转的概率相当低。而高送转公司分布最为密集的区域集中在“1”附近,也就是历史上基本没有高送转的公司。这部分公司在2008年~2012年的高

送转公司中的占比分别为36%、25%、41%、58%和40%,平均水平在40%。也就是说,高送转公司中,近一半公司是历史上没有进行过股本扩张的公司。

其中包含了一个非常重要的线索,什么样的公司相对于上市初的股本规模没有多大的变化呢?很显然,次新股。对次新股而言,上市之初的超募资金会形成可观的每股公积金,较小的股本规模形成了较强的股本扩张欲望。过去几年,高送转公司中很大一部分来自新上市不久的次新股。

对于高送转公司而言,从不同的角度会得出不同的结论,上述特征是我们认为较明显的特征。当然,更多的细化特征在高送转公司中也会体现,比如上市时间、市值规模等,但较为明确的特征应当是上述四大方面。

(作者系中信建投中小市值组研究员)

41家高送转公司 抢跑2012年报战役

陈开伟

高送转历来是年报行情中不可或缺的一部分。截至昨天晚间,两市共有41家公司披露了2012年年度利润分配预案。这41家公司中,绝大多数公司采用了现金分红+资本公积转增股本的分配方案,占比为76%。涉及现金分红的公司家数为35家,占比达到85%;涉及股本扩张的公司数则达到了90%。

在资本市场最受关注的高送配方案上,41家公司中有32家公司每10股送股数不低于10股,其中又有三家公司超过10送10股,分别是赛为智能、华平股份和光线传媒。

对于不同的预案,资本市场的反应是不同的。对比上述三种不同的送转方案,其差别还是非常明显的,尤其是进

入2013年之后,一般送转类公司的收益率被远远拉开,甚至比不上同期沪深300的收益率。

从当日的反映上来看,高送转公司表现最好,一般送转表现最差且绝大多数公司当日下跌,平均绝对收益率为-2.06%,远远低于当日整体市场。应该说,预期之后的落空成为了一般送转公司下跌的主要驱动因素。超高送转类公司由于样本量有限,收益率波动性较大,且其在预案公告之前已经累计了较大的涨幅,因此,其收益率落后于高送转类公司。

在24日之前的30家高送转和超高送转中,预案当日实现上涨的公司有23家实现上涨,其中有14家公司上涨幅度超过5%,12家公司涨停。市场对于高送转公司的偏爱由此可见一斑。(作者系中信建投证券中小盘组研究员)



5年520家高送转公司投资数据显示: 9%! 预案公告日前一月超额收益最高

陈开伟

我们统计2008年到2012年5年间实施了高送转的520家公司股票,对预案公告日之前、预案公告日到实施公告日、含权期间(实施公告日到除权除息日)和行权之后(除权除息日之后)四个区间计算其相对于沪深300指数的超额收益。数据显示,高送转公司股票预案公告日前一个月的超额收益最高达9%以上,其次是从预案公告日到实施公告日之间的时段,超额收益约为3%。含权期内股价表现又好于行权之后,但是超额收益不明显。公司股票在行权之后市场对其的兴趣下降,获取超额收益的难度较大。

实施高送转的公司,其进程上有三个关键时间点:预案公告日、实施公告日和除权除息日。这三个时间点将高送转实施过程分为了4个阶段:预案公告日之前、预案公告日到实施公告日、含权期间和行权之后。从平均水平上来看,这种不同阶段的收益率对比明显。实施公告前的表现较好,尤其是预案前的表现更好;实施公告到除权期表现已无多大亮点。除权之后,收益率进入漫漫回归路。

不同年度来看,当年高送转公司的数量越少,股价平均的超额收益越高。在整体经济形势不甚明朗的2009年初,只有29家公司实现高送转,其中28家公司预案公布之前一个月相对大盘获得超额收益,其平均超额收益达到了25.92%的高值,实施公告发布之前一个月内,超额收益也达到14%。对比之下,在2011年有192家公司实施了高送转,仅有126家公司在预案公布之前获得超额收益,占比66%,其间平均超额收益仅为7.98%。

我们选取9个短期时段,即预案公告日、实施公告日、除权除息日的当日

及这三个时间点前、后5个交易日内的股价表现。股价在预案前5日、预案公告当日、实施公告当日以及除权日前5日的超额收益比较显著,从2008年到2012年,这四个时段平均超额收益每年都为正。这里再次体现出的特征是预案日附近的收益率水平会更高。

从5年平均的表现来看,预案公告日之前股价的短期超额收益最突出,平均为3.94%,其次是除权前5日为2.53%、实施公告当日为1.87%,预案公布当日为0.77%。

从不同年度的超额收益来看,高送转公司股票相对于大盘的超额收益仍与全年的行情以及当年实施高送转公司的数量成反向关系。相对于沪深300指数获得超额收益(即超额收益为正)的公司数量占比也与当年的实施高送转公司的数量成反比关系。但对于预案公布之前的5个交易日这个时段,超额收益为正的公司的整体数量占比为乐观,在60%以上。

正由于高送转公司在财务上的可预期性和明显的超额收益,其实施高送转公司的投资机会明确。财务分析显示,部分高送转公司是具有可预期的,其中从预案发布前的市场预期开始,一直到实施公告的发布,这部分的超额收益最明显。我们可以通过组合形式买入,赚取实际实施公告发布之前的收益。在现在这个时间节点上,我们过去在年报中公布高送转预案的公司为例,计算其从1月1日到转股实施公告发布当日的绝对和超额收益,分别为11.79%和9.87%。未预测到会实施高送转的公司,如果在预案日买入,并在实施公告日卖出,可获得小额收益(5年平均3.25%),但需要注意的是,也有少部分公司虽然公布了分红预案但是未能最终实施。(作者系中信建投证券中小市值组研究员)

预期引领股价变动 最新高送转公司筛选标准出炉

陈开伟

对高送转公司进行投资,预期很重要。

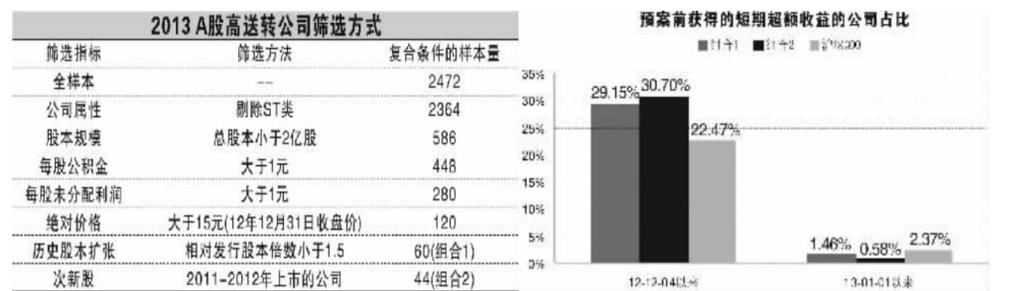
收益率表现最好的阶段是在预案公告之前,这个阶段也有预期的因素。预期引领股价变动,实际则对股价进行修订。于是,对于高送转的策略应当是先于预期而动。一个基本的方法就是首先要找到哪些公司最有可能进行高送转,这是基本的筛选方向。但仅仅有预期支撑的环节还必须得考虑到投资的风险性,要寻找到投资的安全边际。这种安全边际一方面来自于整体市场趋势,比如牛市阶段,可以采取进攻型的策略,熊市阶段则要相对保守;安全边际的另一面则来自于公司本身,这需要结合上市公司本身的基本面进行判断。如果一家公司具备高送转特征,同时其业绩、估值等方面又有着良好的安全边际,风险可控,那么先于预期而动的策略则可以展开。

由于揭示了高送转公司的秘密,在这个大方向指引下,我们对A股目前公司进行分析,筛选标准出炉。

我们分别计算组合1和组合2的收益率,并将其与同期沪深300收益率进行对比,结果如下:

进入1月份以来,我们所筛选的高送转样本组合并没能跑赢沪深300。但自本轮行情以来,这里的高送转组合超越了沪深300约7~8个百分点。在蓝筹股(上证综指同期收益率仅有18%)表现如此好的阶段获取如此收益实属不易。在这个阶段,高送转组合应当说在前期远超前整体市场,成为了反弹急先锋。但时间点的把握确实存在着问题。当市场预期高送转行情即将到来时,其启动点可能就会提前了。高送转组合在12月份的靓丽表现应当说是典型的写照。近期高送转组合中部分强势股的回调导致了整体收益率落后,但这并不能掩盖高送转特征,同时其业绩、估值等方面又有着良好的安全边际,因此,对于岁末年初的行情可以以此为突破点布局,需要注意的则是整体市场节奏的把握。

随着时间进程的不断展开,预期可能会变为现实,也可能被证伪。预期变为现实的公司,其未来的收益率走向或如我们上面的分析,投资者所需要注意的同样是把握好节奏。但对于另外一些公司,证伪的过程可能会比兑现的过程要长,这期间的风险因素也可能更多。降低风险的方式同样对于组合标的的基本面和股价安全边际的把握。(作者系中信建投证券中小市值组研究员)



数据来源:中信建投证券