

从广汇能源预案看优先股玄机

方锐

上周四晚间,广汇能源(600256)公告了发行优先股的预案。广汇能源的前身为新疆广汇实业股份有限公司。公司自2002年开始进行产业结构调整,相继进入液化天然气、煤化工和煤炭开发,石油天然气勘探开发领域,到2012年已转型为专业化的能源开发公司,逐步形成了以能源物流为支撑的天然气液化、煤化工、石油天然气勘探开发三大业务板块。作为A股首单优先股的践行者,广汇能源具有一定的代表性,值得细究。

发行方式:非公开发行

从发行方式看,此次优先股发行采用了非公开发行的方式,发行对象不超过200人。根据《优先股试点管理办法》(以下简称《办法》)的规定,作为上证50指数成分股的广汇能源本身是具备公开发行优先股资格的。

但是,由于《办法》还规定,公开发行优先股需要支付固定股息率,且未向优先股股东足额派发股息的差额部分必须累积到下一会计年度支付,因此,广汇能源明智地采取了要求更为宽松的非公开发行方式。

发行规模:50亿上限

从发行规模与节奏看,广汇能源本次发行优先股融资的上限是50亿元。待监管部门批准后,实施首次发行时不得少于发行数量的50%,剩余数量只要在之后的24个月内发行完毕即可。这完全不同于以往普通股增发(含公开与非公开)或配股一次性发行完毕的规定。

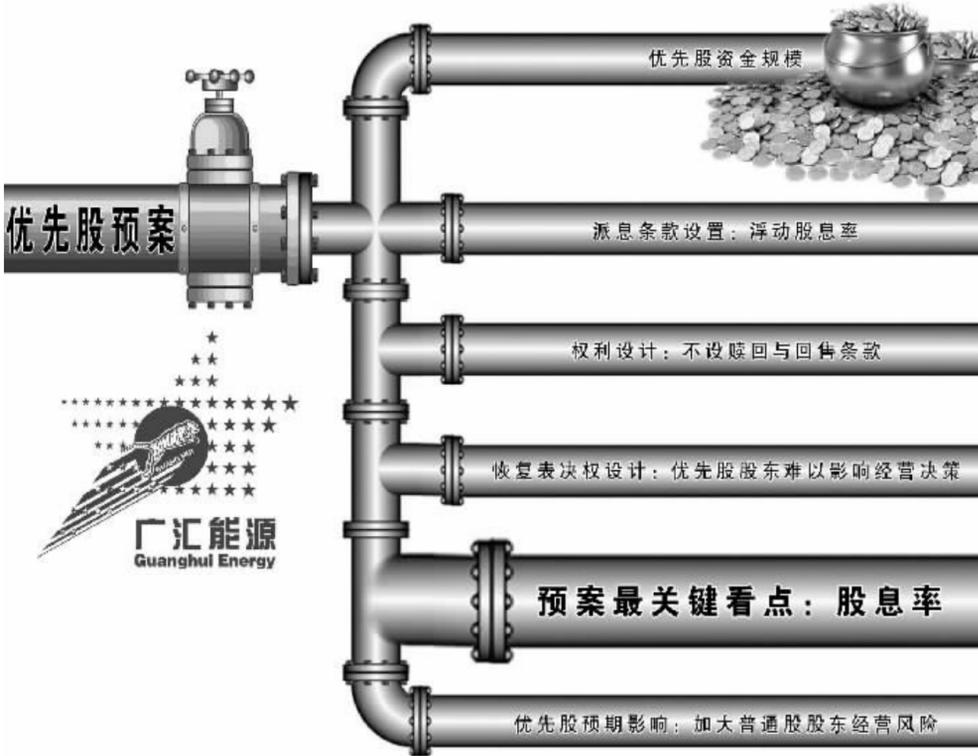
由于额度内的后续优先股融资不再需要监管部门批准,这为企业后续快速便利的融资创造了条件。

派息条款设置:浮动股息率

从优先股派息条款的设置看,本次广汇能源采取了浮动股息率,且每年未向优先股股东足额派发的股息不累积到下一计息年度支付。这种条款设计理论上对普通股股东更为有利。

当公司经营状况好转时,公司可以召开股东大会提高优先股股息率;当公司经营状况恶化时,公司可以降低后的股息率不再累积到下一计息年度支付。

不过,无论是上调还是下调优先股股息率,均需同时通过公司普通股与优先股股东大会的分类表决才能得以确认。在这种情况下,当公司要上调优先股股息率时,普通股股东大会可能会予以否决;反之,当公司要下调优先股股息率时,优先股股东大会可能会予以否决。因此,虽然名义上是浮动股息率,实际上真要股息率“浮动”起来也绝不是一件容易的事情。



官兵/漫画

权利设计: 不设赎回与回售条款

从优先股的权利设计上,本次优先股发行不设赎回与回售条款,同时不可转换为普通股,且无权同普通股股东一起享受剩余利润的分配。此外,优先股股东通常情况下没有表决权,除非公司修改公司章程中与优先股相关的内容、一次或累计减少公司注册资本超过百分之十以及公司合并、分立、解散或变更公司形式和公司发行优先股等。可以说,只要是跟优先股股东没有明显利益关系的事情,优先股股东都不能参与表决。这意味着,广汇能源的优先股股东将永远只能得到相对固定的股息率,永远无法直接收回初始投资的本金或取得超额股息率。某种意义上讲,这种优先股更接近“永续债权”,类似于被赋予了清偿优先权的特殊永续债券。

恢复表决权设计: 优先股股东难以影响决策

从优先股恢复表决权的设计看,当公司累计三个会计年度或连续两个会计年度未按约定支付优先股股息时,优先股股东有权出席股东大会与普通股股东共同表决。此时的优先股股东拥有了与普通股股东相当的表决权。每股优先股股东享有的恢复表决权比例=每股发行价格/发行预案公告前二十个交易日公司股票均价。具体而言,广汇能源的优先股面值为100元,采用平价发行的方式,而公告

前二十个交易日的均价为7.37元。因此,每股优先股享有的表决权比例相当于13.57股普通股。假设广汇能源足额发行5000万股优先股,则全部优先股最多可以享受的恢复表决权相当于6.785亿股普通股,占发行后总股本的11.5%(总股本包括恢复表决权优先股享有的比例)。可见,即便优先股股东全部恢复表决权,也难以通过股东大会影响公司的经营决策。

预案最关键看点: 股息率

广汇能源优先股的股息率是最关键的看点。预案规定,优先股的初始股息率不得超过过去两年公司的平均净资产收益率。广汇能源2012、2013年度加权平均净资产收益率分别为12.96%、8.95%,平均约为11%。这意味着广汇能源优先股股息率不能超过11%。过低的优先股股息率显然难以吸引投资者。因此,我们假设广汇能源优先股的股息率为9%。公司过去五年(2009~2013年)扣除非经常性损益后的净资产收益率分别为14.83%、18.52%、15.34%、6.7%、7.55%,平均为12.6%,略高于优先股的股息率(估计值)。由于广汇能源的财务杠杆比较高,且净资产收益率指标包含了财务杠杆因素,因此,以平均净资产收益率跟优先股的股息率比较并不恰当。

那么,广汇能源无杠杆因素的总资产收益率又如何呢?过去五年(2009~2013年),公司的总资产收益率(以期末总资产计)分别为5.3%、5.17%、4.3%、2.15%、2.19%,平均为3.8%。可见,在完全剔除财务杠杆的情况下,广汇能源的投资回报率

远低于其优先股股息率(估计值)。

由于公司在经营中会带来一些自然而然的无息负债,因此,公司的投入资本回报率ROIC能够更加贴切地反映其投入资金获取投资回报的能力。广汇能源过去五年(2009~2013年)扣非后的投入资本回报率(投入资本取期初期末平均值)分别为11.2%、9.5%、7%、4.1%、4.6%,平均为7.3%。如果广汇能源发行优先股募集资金的投资回报率等于公司过去五年平均的投入资本回报率,那么广汇能源通过优先股募集资金显然得不偿失。

优先股预期影响: 加大普通股股东风险

发行优先股后,普通股股东的资产负债率如何变化呢?对于全体股东(包括优先股股东和普通股股东)而言,公司的资产负债率会比发行前有所下降。但是,对于普通股股东而言,由于需要对优先股股东支付固定股息率,即便不需要到期还本,也类似于承担了一种被赋予了优先清偿权的特殊永续债务。因此,对于普通股股东而言,其实际的资产负债率是上升的。假设广汇能源的优先股按照50亿融资的上限发行,截至2014年一季度末,在发行前广汇能源普通股股东的资产负债率为66.7%,股东权益比率(股东权益/总资产)为33.3%;发行后,广汇普通股股东的资产负债率上升为70.8%,股东权益比率下降为29.3%。发行优先股后,对于广汇能源的普通股股东而言,公司的财务杠杆进一步加大了。这也意味着普通股股东承担的风险也进一步加大了。

(作者系职业投资人)

上海宝弘资产
ShangHai BaoHong Asset
上市公司股权投资专家
www.baohong518.com 大宗交易/股票质押融资/定向增发
上海运营中心: 021-50592412、50590240
北京运营中心: 010-52872571、88551531
深圳运营中心: 0755-82944158、88262016

申银万国: 关注国防军工改革进程

从十八届三中全会之后,我们认为未来驱动军工股表现的核心因素将转变为改革。

国防和军队改革以提升作战能力为目标,涉及三个方向:体制编制改革、政策制度改革和军民融合。三大改革方向将从四个层面影响未来军工需求和产业发展:需求牵引规划、军民融合、军工企业资产证券化、军工产品定价体系改革。

基于三大改革方向带来的四

个层面变化,我们认为投资者需要重点关注重点产品国家扶持措施、军工事业单位改制进程、核心军工企业整合进程。我们重点推荐行业需求持续以及资产整合预期提升的航空动力、中国卫星、中航电子;推荐军民融合的四川九洲、精达股份、科士达;另外,还可关注造船行业复苏拐点确认、具有资产整合预期的中国船舶、广船国际;关注事业单位改制的进程,关注行业需求向好、事业单位改制受益的航天长峰。

广证恒生: 电网投资加速藏机会

今年一季度电源投资同比下降23%,电网投资同比增长13%。预计今年整体电力投资维持稳定态势,电网投资将有所加速,国家电网2014年电网投资增速超12%。去年国家电网六批招标呈现“两头变大”特点,低压侧和高压侧招标量增长明显,显示国网投资继续向低压配电及特高压输电环节倾斜,建议投资者关

注相关细分板块的结构性机会。发改委2014年强力推进节能减排,政策力度不断加强。碳交易市场陆续启动及后续《关于加快推进生态文明建设的意见》、《2014~2015年节能减排降碳行动计划》等政策出台促节能行业今年迎来快速发展期,投资者可重点关注高效电机龙头卧龙电气、国网旗下综合节能龙头置信电气等。

兴业证券: 精选业绩高增长医药品种

从已公布的一季报来看,医药行业整体依然平淡,业绩超预期的个股较少。我们短期建议配置:普衡药业(一季报增长237%)、京新药业(一季报扣非增长100%)、香雪制药(一季报增长68%)、汤臣倍健(一季报增长51%)和红日药业(一季报增长36%),这5家公司的一季报均符合市场预期或超出市场预期,全年的增速也都在40%以上(红日药业需要扣除股权激励费用),基本面良好。

全年而言,我们不会因为市场的短期波动而改变全年的选股逻辑,基本面最好、增速最快的成长股,始终是我们推荐的首选。除了以上推荐的5只成长股,白马股我们建议配置恒瑞医药、华东医药和云南白药;此外,医疗器械和医疗服务行业虽然估值波动较大,但行业长期向好的趋势没有改变,建议投资者关注部分优质公司逢低买入的机会,如新华医疗、凯利泰、信邦制药、爱尔眼科等。

(唐立整理)

中国新经济板块方兴未艾

陆文杰

美国纳斯达克(NASDAQ)指数自3月初的高点一路下滑近20%,令全球许多投资者反思,以IT和生物科技为代表的高成长股票是否已处于泡沫阶段,而“价值投资”是否会重获青睐?

中国H股市场也出现了一轮类似的板块轮动。据笔者计算,新旧经济板块的股票价格自2013年初开始出现明显分化——从2013年3月至2014年2月,新经济板块累计跑赢旧经济板块65%。但在2014年3月到4月的6周中,这种趋势似乎发生逆转,旧经济板块奋起直追8%。我们认为这种追赶已近尾声,在旧经济板块中片面追求“价值投资”易陷入“价值陷阱”,因为中国新经济板块方兴未艾。

首先,我们认为对新经济的定义不宜过窄,只要企业专注于产品和服务的技术创新和品牌建设,依靠技术和人才

作为成长策略,就可视为新经济的代表。因此,除IT与医疗行业之外,我们也将汽车、环保和部分消费服务、品牌企业归入新经济板块。而能源、原材料、资本品、交通运输等依赖大量资本和初级劳动力投入的行业,则被我们视为旧经济。

从宏观因素来看,旧经济的驱动力主要来自政府,而新经济的驱动力主要来自消费者。四五年前,中国政府曾似乎有着无穷的财力,对基建和工业倾力投资,但如今政府负债已达到GDP的57%,改革背景下对旧经济的支持力度大为下降。而中国消费者虽然常被诟病为“土豪”,但家庭负债目前仅占GDP的18%,和经合组织(OECD)国家70%~80%的负债水平相距甚远。

从行业估值来看,我们的计算显示,新旧经济板块之间的估值差距目前完全处于合理水平。诚然,新经济板块对旧经济板块存在一定的估值溢价(2014年预期市盈率20.2倍对7.3倍),但新经济板块的

盈利增速要快得多(2014年预期每股收益增速为26%对6%)。它们的盈利能力也更优异(新经济板块为14.6%,旧经济板块不含银行)为11.2%)。简单地说,新经济板块虽然看来较贵,但贵得确实有理由。

从国际投资者的仓位调整和资金流向看,追求成长性的投资风格也并未完全上位于更为保守的价值投资。数据显示,全球投资者从4月开始逐渐回归成长性较高、但风险也较大的新兴国家股票市场。对亚洲新兴市场的资金流量在4月第2周开始转正,扭转了之前连续15周的资金净流出。而在瑞银中国H股策略研究的反馈信息中,也显示机构投资者对中国新经济板块的投资兴趣依然浓厚,对IT、医疗、消费、澳门博彩业等高增长行业没有明显减仓。

最后,我们对中国政策取向的基本判断是,政府对经济放缓仍有较强的容忍度,短期内不会出台强刺激政策。这意味着部分投资者对政策拯救旧经济板块的期望可能转为失望。旧经济板块的基

本面没有发生根本性转变,发电量、钢铁、焦煤、水泥价格、房地产销量等数据均显示工业生产和投资增速仍然疲弱。我们认为,糟糕的经济数据以及更多信用违约事件可能会重新引发市场对宏观经济环境的担忧,令市场的关注焦点回到新经济板块。

对新旧经济的讨论如果只是流于定性分析,常常会令投资者对市场判断大幅偏离基本面。美国在1999~2000年互联网泡沫期间,NASDAQ最高曾跑赢标普500指数210%,而NASDAQ的许多成分公司则根本没有任何盈利。但我们以上的分析显示,中国新经济板块在过去4~5个季度大幅跑赢旧经济,背后确实有盈利支持,也符合经济转型、资金流向和政策选择的大方向。因此,不能简单称其为泡沫。新经济板块企业的创新、品牌和人才优势,才是值得投资者关注的真正价值。

(作者系瑞银证券H股策略分析师)

限售股解禁 | Conditional Shares |

4月29日,A股市场有张家界、东方创业共两家上市公司的限售股解禁。

张家界(000430):解禁股性质为定向增发限售股,实际解禁股数15348.21万股。解禁股东4家,即张家界市经济发展投资集团有限公司、张家界武陵源旅游产业发展有限公司、张家界国家森林公园管理处、张家界市土地房产开发有限责任公司,分别为第一、二、三、五大股东,持股占总股本比例分别为30.02%、9.43%、5.97%、2.42%。4家股东均

为首次解禁且持股全部解禁,实际解禁股数合计占流通A股比例为91.71%,占总股本比例为47.84%。该股的套现压力很大。

东方创业(600278):解禁股性质为定向增发限售股,实际解禁股数10624.17万股。解禁股东1家,即东方国际(集团)有限公司,持股占总股本比例为70.16%,为第一大股东,此前曾减持,此次所持剩余限售股全部解禁,实际解禁股数占流通A股比例为25.54%,占总股本比例为20.34%。该股的套现压力较大。

(西南证券 张刚)

订阅《百姓投资》微信

最新资讯 最及时的动态
最深入的前瞻 最实用的工具

《百姓投资》是由证券时报市场新闻部汇集众多知名财经记者和金融专业人士精心打造的财富资讯平台,致力于成为您身边触手可及的从业宝典和投资秘籍,欢迎订阅分享!

订阅与分享:

1. 打开微信通讯录,点击右上角“添加”按钮,然后搜索号码“baixing_touzhi”,点击关注即可;
2. 您还可以扫描二维码订阅;
3. 点击右上角,可发送给朋友或者分享到朋友圈;
4. 如果不好,请告诉我;如果不信,请推荐给同事朋友。

