

## 两融监管风波来袭 牛市中途换挡

证券时报记者 万鹏

上周五,证监会通报了去年第四季度对证券公司融资类业务现场检查情况。其中,中信证券等12家券商因融资类业务违规被证监会采取了行政监管措施。此外,中信证券也发布公告称,公司第一大股东中国中信有限公司近期减持了占公司总股本约3%的3.48亿股股份。两大利空来袭,A股市场中短期将如何运行无疑成为市场关注的焦点。

### 从快牛到慢牛

去年7月份以来,A股市场出现持续上涨,在行情启动之初的4个月,上证指数累计涨幅仅有19.38%。而从11月21日央行宣布降息之后,A股市场迅速从慢牛切换至快牛,在不到两个月的时间里,上证指数大涨37.76%。

在股指大幅上涨的背后,是融资余额的快速攀升。2014年11月21日两市融资余额7574.60亿元,上周四则达到了11061.75亿元,39个交易日增加了3481.15亿元,平均每个交易日增加近90亿元。如果加上通过银行、信托以及民间融资渠道进入股市的资金,A股“杠杆资金”的入市规模还要更为庞大。

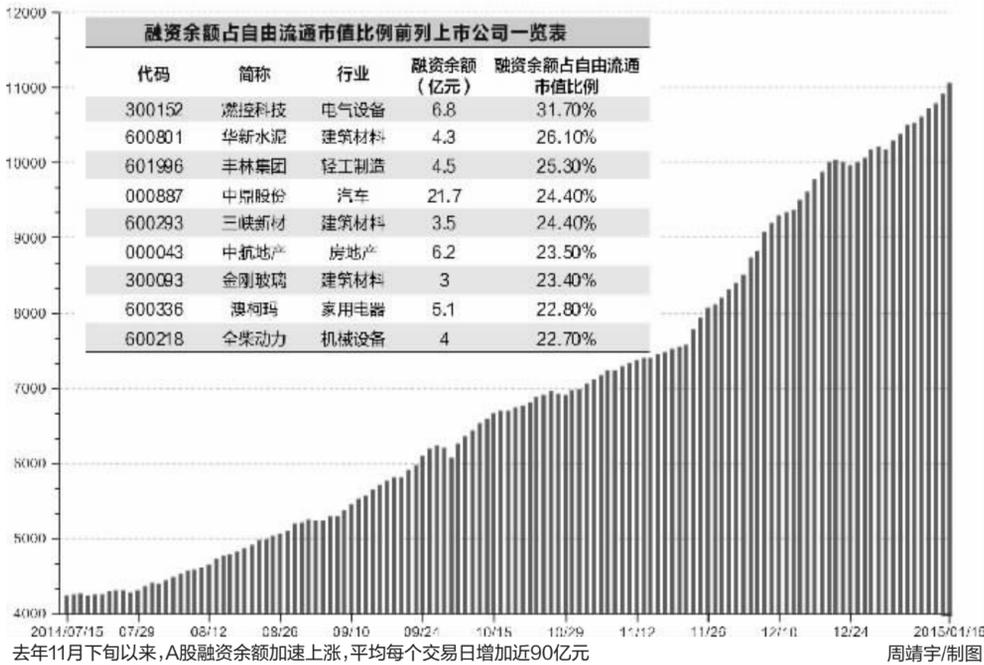
针对融资金额的大规模入市,官方媒体近期不断提示风险。如最近两周,新华社连续刊登“期待‘有质量的牛市’”、《杠杆牛市第一封信》等文章,提示融资炒股的风险。

随着本次证监会对券商融资业务的严格监管,A股市场从快牛回到慢牛也成为市场共识。国泰君安证券宏观分析师任泽平认为,监管部门的政策旨在让牛市慢下来,同时通过查两融、委托贷款等卡住资金脱实向虚的渠道,使得央行在后期为实体经济托底起到实质性作用。兴业证券首席策略分析师张忆东也指出,从2014年下半年开始的这轮行情是中长期行情,但2014年12月份的大涨,将2015年的上涨提前透支了一部分,因此,对2015年的A股走势将由此前的“大涨、大波动、大分化”,修订为“小涨、大波动、大分化”。

### 降杠杆冲击来袭 大小盘股皆难幸免

此次券商融资融券整改不仅给券商自身带来影响,也将给融资融券占比比较高的板块、行业和公司带来影响。

兴业证券统计显示,从板块上看,目前主板、中小板、创业板融资余额占整体板块自由流通市值比例分别为8.5%、10.1%、9.8%、9.2%和8.5%;从行业上看,融资余额占整体板块自由流通市值排名靠前的分别为国防军工、传媒、非银金融、建筑、有色,占比分别为10.7%、10.1%、9.8%、9.2%和8.5%;从个股看,融资余额超过100亿元的有10家公司,排名前5的分别为中信证券、中国平安、海通证券、浦发银行、兴业银行,占自由流通市值比例均超过7%,分别为13.65%、8.33%、8.35%、8.27%、



7.8%;而融资余额占自由流通市值排名靠前的5家公司分别为燃控科技、华新水泥、丰林集团、中鼎股份、三峡新材,占比分别为31.7%、26.1%、25.3%、24.4%和24.2%。

国泰君安证券策略分析师戴康认为,两融风波短期内会降低增量资金入场的积极性并且降低存量资金的风险偏好,因此对大盘蓝筹股和小盘股都会产生负面冲击,因为投资者第一反应是减持融资余额占比大的股票,以及流动性好的股票,但流动性差的股票冲击成本较大,也会反映在股价的表现上。

## 委托贷款定位明确 利好银行股

罗毅

1月16日银监会下发《委托贷款管理办法(征求意见稿)》,明确规范委托贷款的使用范围,业务管理、风险管理和法律责任等方面内容。我们认为,有三点值得注意:

- 1,减少金融空转,降低融资成本。“融资难,融资贵”是实体经济运行的难题,2014年监管层出台一系列措施,比如定向降准、降息等政策,目标降低社会融资成本。11月非对称降息后,政策效果不明显,甚至出现社会融资成本抬升的状况。不讨论财务软约束主体对于资金的占用,资金在金融体系的多重通道转移助推了最终融资成本的抬高。《征求意见稿》明确了委托人资格,第三条规定委托人不得为金融资产管理公司和具有贷款业务资格的各类机构,第十条审查委托人在有银行借贷背景下向借款人发放委托贷款,第十一条严禁利用银行授信

资金、债券融资资金、筹集他人资金等发放委托贷款。2014年社融规模16.46万亿,其中委托贷款增加2.51万亿,累计占比为15.20%,为重要融资方式。规范委托贷款,减少资金在金融体系内空转及其产生的通道费用,有助于融资成本的下降。

2,减少借助银行渠道进行杠杆投资行为。股市繁荣,实体不振,资金“脱实向虚”,定向刺激后是漫灌,降息后利率抬升,资金流向难以把控,前期部分货币政策效果难以实现。前期报告提示过,推动股市上涨资金中有银行资金通过理财或其他结构化产品渠道流入股市,其中不乏委托贷款。12月社融数据中,影子银行数据反弹不排除其影响。《征求意见稿》对委托贷款用途予以明确,第十二条规定,委托资金不得从事债券、期货、金融衍生品、理财产品、股本权益等投资,意在减少借助银行渠道融资实现杠杆投资的行为,但政策效果如何需后续跟踪观察验证。

3,明确银行中介地位,银行丢包被释风险。《征求意见稿》第四条明确,委托贷款业务是商业银行的委托代理业务,银行与委托贷款业务相关主体通过合同约定各方权利义务,履行相应职责,收取代理手续费,不承担信用风险。第二十一条规定,商业银行原则上不得向有委托贷款余额的委托人新增授信;二十二条提示,银行考虑借款人在委托贷款后对于银行信用风险的影响。

目前宏观经济处于“三期叠加”时期,稳增长调结构是中长期目标,不出现系统性金融风险是底线。委托贷款在我国融资结构中有重要地位,按照社融累计计算,2014年委托贷款占比均值为13.73%。《征求意见稿》延续了金融监管不出现系统性风险的管理思路。对于银行来说,委托贷款资产质量权责确认,隐形担保消除,风险溢价继续降低,估值中枢继续上移,看好银行股走势。

(作者系华泰证券分析师)

## 43只定增股破发 中小创股价大面积倒挂

证券时报记者 谭欣

权重股主导的牛市,却是部分定向增发股的冬季。截至上周四,沪深两市仍然有43只定向增发股收盘价低于增发价格,股价倒挂的中小板和创业板股多达33只,占比75%。其价格的折价幅度则从1%到40%不等。

一个股方面,来自主板的江河创建和太平洋,股价已不及增发价一半,折价率高达67.86%和62.40%,居破发定增股之首。在破发定增股的半年度股价落跑之时,净利润环比增速却整体喜人。三季度净利润显示,43家公司中业绩环比增速为负的公司只有三家。

资金杀跌之下,以高市盈率著称的中小创股,其市盈率和市净率都已经进入中低数位区间。以市盈率指标看,龙泉股份、西部建设、杰瑞股份等3股市盈率已经低至20倍左右,丽江旅游则跌至19.85倍。

达9%。不过,43只定向增发股收盘价低于增发价格中,股价倒挂的中小板和创业板股多达33只,占比75%。其价格的折价幅度则从1%到40%不等。

一个股方面,来自主板的江河创建和太平洋,股价已不及增发价一半,折价率高达67.86%和62.40%,居破发定增股之首。在破发定增股的半年度股价落跑之时,净利润环比增速却整体喜人。三季度净利润显示,43家公司中业绩环比增速为负的公司只有三家。

资金杀跌之下,以高市盈率著称的中小创股,其市盈率和市净率都已经进入中低数位区间。以市盈率指标看,龙泉股份、西部建设、杰瑞股份等3股市盈率已经低至20倍左右,丽江旅游则跌至19.85倍。

降至2倍或低于2倍,其中,杭氧股份2.07倍、露天煤业2.39倍、龙泉股份2.99倍、新筑股份2.71倍、山河智能2.09倍、西部建设2.09倍、世纪鼎利2.83倍、丽江旅游2.29倍、泰安堂2.45倍、新发集团则低至1.45倍。另有来自主板的6只个股市净率跌至2倍以下。

### 股价走势与业绩增幅背离

本轮行情中,权重股的崛起成为小盘股的噩梦,资金奔此追彼。特别是中小创公司股价出现大幅下跌,整体盈利状况与权重股比较相去甚远。

与同期上证指数63.40%的涨幅相比,43只破发定增股只有太平洋出现了持续上涨,涨幅累计高达215.82%。其他个股都跑输指数。此外,铜陵有色是半年

内累计上涨54.23%。有9只个股股价跌幅为负,分别是雏鹰农牧、欧菲光、华闻传媒、凯利泰、锦富新材、世纪鼎利、长信科技、华测检测等,跌幅1%至15%不等。

有的中小盘个股在定增方案出炉次日股价就走下下跌途。以天成控股为例,在推出定增方案后近一个月内出现了近30%的跌幅,直接跌破13.38元/股的定增底价。与此形成鲜明对比的是,同期一些大盘蓝筹启动的定增计划,成为股价上涨“加速器”。如中国铁建2014年12月17日发布定增预案,拟以不低于7.2元/股的价格募资近百亿元。适逢“一带一路”等利好预期刺激,中国铁建股价复牌后连续拉出四个涨停板,股价拉升至15.58元,较其发行底价已高出一倍有余。而11月下旬披露定增募资方案的光大证券,复牌后也走出了一波“疯牛行情”。

## 财富证券: 2015年A股小牛依旧

证券时报记者 桂行民

上周日,在长沙举行的财富证券2015年投资策略会上,该公司研究发展中心认为,今年牛市大概率仍将维持一段时间,从全年看,指数应略有上升,整体呈现小牛格局。

### 指数核心区间: 3005~3786点

财富证券研究发展中心出具的报告认为,从经济的角度看,目前经济回升时点并不明朗,企业今年的业绩增长仍然有压力,预期会出现反复和分化。

对股市最直接的资金层面,财富证券认为,货币宽松会被新股扩容对冲,资金不会真正宽松;杠杆资金入市容易带来较大波动。因而,全年A股市场会呈较大震荡走势。

财富证券判断,国内经济增速将延续寻底之路,整体估值略有上升,上证指数核心区间将在3005~3786点,情绪乐观时可能上触4000点,市场震荡加大,最后涨幅或在10%左右。指数走出大N型,大幅震荡,但全年收高,小牛前行。

基于这些研判,财富证券对投资的建议是:一季度或者春节前后市场有比较好的投资机会,二季度可能需观察,下半年变数较多,需视经济变化而定。

### 大小盘估值差继续收敛

市场风格上,财富证券预计市场整体风格趋向于均衡;大盘蓝筹在经历了较大幅度的上涨之后,估值吸引力有所下降。小盘股经历了系统性下跌之后,存在结构性变化的可能。从整体角度看,大小盘估值剪刀差将继续收敛。

具体大事上,财富证券认为,2015年国企改革继续深化,大盘蓝筹股作为国企改革的主角,将为其带来价值重估;交易规则的改变提

升蓝筹股的预期收益率;以融资融券和即将推出的个股期权为代表的杠杆交易,大幅提升大盘蓝筹股的吸引力。

另外,2015年注册制推出是大概率事件。财富证券认为,注册制推出后,供给将大幅扩容,壳资源价值逐渐消失,创业板等小市值股票估值承压。以创业板为代表的新经济前景依然看好,但注册制无疑会对创业板形成结构性冲击,真正的成长股将是在尸横遍野的“估值”战场中活下来的。

### 主题配置抓住改革

对于2015年投资者的资产配置,财富证券给出的建议是“改革风,蓝筹魂”。

具体而言,对内深化改革主题,财富证券建议关注即将出台的国企改革、土地改革。财富证券认为,国企改革将是贯穿2015年全年的主线,庞大的国有资产将因资产证券化而重估,土地将因经营权的流转而重新定价;财税体制改革将重构中央和地方的关系,公私合作伙伴关系PPP将兴起。

另外就是抓住对外继续开放主题。财富证券认为,“一带一路”和人民币国际化将树立中国地区主导大国的地位,过剩产能得到消化,建议关注最先走出去的核电和高铁,以及为一带一路作开路先锋的大金融板块。

财富证券认为,长期策略上选股还是要以国家力量(产品升级、国防军事、人民币国际化)的提升为中心,以新经济对传统经济的融合即新兴蓝筹股作为未来数年的龙头板块。

财富证券研究发展中心给出的2015年五大超配行业分别为:银行、非银金融、医药生物、公用事业和国防军工;2015年十大金股分别为:中国石化、川投能源、中国平安、伊利股份、湘电股份、碧水源、蓝盾股份、怡亚通、德联集团和汉森制药。

## 杠杆率逆势走高 上市公司主导产业整合

证券时报记者 梁雪

2014年11月,工业企业负债比所有者权益计算的杠杆率为135.5%,创出2011年以来的新低。但从上市公司数据看,自全球金融危机后,非金融上市公司的杠杆率水平不断提升,2014年三季度非金融的上市公司的杠杆率已达到157%。

### 实体经济走弱 银行被动去杠杆

在2012年中国经济增长进入缓慢的下降通道后,银行杠杆降低对不同类别企业产生的影响是分化的。

中信证券徐有俊指出,我国银行去杠杆原因有三:其一,银行采取的是顺周期经营模式,在经济下台阶增长后,降低了银行杠杆率水平;其二,银行负债结构的变化也抑制了银行资产负债表的快速扩展,存款在银行总负债中的占比已从2010年的71%降到当前的64%左右,降低幅度高于银行同业业务增长,抑制了银行资产负债表扩展速度;其三,虽然银行同业业务有所增长,但监管层对银行同业、理财等业务监管力度的增强,进一步抑制了银行杠杆率的提升。

此外,徐有俊强调,由于我国间接融资规模巨大,对银行而言,去杠杆需要时间,但资产证券化为未来盘活银行存量资金提供了有效的手段。

受到银行杠杆率降低的限制的带动,加之我国在经济转型过程中力求改变原先以高杠杆支持经济发展的思路,从根本上降低杠杆风险控制以保证经济稳步发展,我国的工业企业杠杆率走势向下。

### 行业整合加剧 上市公司受益

在工业企业的杠杆率下降的同时,上市公司非金融企业杠杆率却走向向上,两者呈现明显的分化和背离。

国泰君安首席经济学家林采宜接受采访时指出,非金融上市公司逆势加杠杆通常是行业整合的重要表现,在行业面临市场需求收缩,整天处于衰退或者低迷阶段,通常出现强者恒强的多米诺骨牌效应。小企业倒下,被兼并、收购、破产,甚至关闭;而大企业通常是购并主体,在小企业被衰退淘汰的过程中获取市场份额,并在此基础上实现盈利改善。

此外,通过观察行业结构,林采宜还发现,2009年以来,采掘、房地产、钢铁、有色这些传统过剩产业在加杠杆,而电气设备、电子医药等新兴行业反而在减杠杆,这说明前者在不景气的周期中借新还旧的压力相当大。

针对工业企业与上市公司非金融企业杠杆率走势背离,中信证券刘有俊亦给出自己的一套推理逻辑:2014年三季度末,非金融上市公司负债和资产规模占工业企业近40%。从体量上看,两者的杠杆率走势至少应该是弱正相关的,但事实上,上市公司和工业企业数据出现了明显的背离。”徐有俊说,其背后原因是:银行去杠杆导致工业企业被动去杠杆,上市公司是资质相对优质的企业,有着加杠杆的动力,银行去杠杆时,资金可得性更强的上市公司并不受影响,从其在银行贷款和公开市场发行债券可以得到佐证。