



【明远之道】
价值投资者必须擦亮眼睛,避免参与那些折损企业长期价值的并购中去。



【明言至理】
信息透明有助于遏阻疫情,公开这些病例、发生地点与患者情形也是控制疫情的最好方式。



【明眼看市】
分析 MSCI 的拒绝理由,可以看出中国 A 股市场的确存在一些不够规范,或者与国际标准有着较大距离的问题。



【股市笙歌】
遭受损失的投资者,主要是估值溢价和市场最乐观情绪假设的信徒。

买的真比卖的精? 解析有价值的并购

陈嘉武

随着 A 股市场中小公司股票价格迭创新高、各种题材概念炙手可热,上市公司的并购行为也越来越多。随着一些上市公司抛出符合市场口味的收购预案,其二级市场的股票价格常常随之高涨。

但是,俗话说得好,买的不如卖的精。并购行为真的能对企业产生价值吗?我们又如何能够判断并购行为是否能够为企业带来真正的长期价值提升?这里,就让我们从几个维度,来看看究竟怎样的并购行为能够提升企业长期的价值,怎样的并购行为又会损害股东的真实利益。

首先,成功的并购一般不会付出太高的价格。俗话说得好,只有错买,

没有错卖。如果一家企业在并购中,为并购标的付出了过高的价格,那么这样的收购在长期能够为并购方带来的回报,自然就会相对较低。毕竟,对任何投资来说,便宜的价格一定比贵的价格更为有利。

可惜的是,在当前的 A 股市场,由于二级市场投资者过于追捧概念和主题,导致上市公司为了迎合投资者的口味,往往在并购时饥不择食,这也就导致了并购市场上的漫天要价。其次,两家企业能否在并购之后融洽合作,也是并购行为能否成功的重要因素。在这里,企业文化是否相似、产品属性是否能够进行互补等因素都十分重要。举例来说,如果一家从事对员工有极高纪律要求的生产型企业,并购了一家互联网公司,那么这两家企

业在员工纪律方面的差别,就会对合并以后的企业管理起到阻碍。

众所周知,互联网企业对员工的工作纪律要求不高,只要程序员能够编写出有效的代码即可。而许多富有灵感的程序员,恰恰在深夜时分的工作效率最高。但是,生产型企业却对员工的工作纪律要求很高。那么,当两家公司合并以后,企业的管理者如何在要求一部分员工准时上班的同时,对另一部分员工进行自由型管理?这种管理会不会导致企业内部分配不均、从而产生矛盾?

再举一个例子,如果一家销售网络位于西部地区的企业,并购了一家位于沿海地区的企业,那么这两家企业能否互相帮助?销售网络能否互补?这些,都是并购之前必须考虑的问题。

信息越透明 越让人安心

吕锦明

一年一度的“香港国际旅游展”在湾仔会展中心拉开帷幕。笔者留意到,和其他国家和地区的参展摊位相比,韩国旅游业界的摊位显得格外冷清,前来参观和咨询的人流明显少了许多。另外,细心的韩国参展商工作人员还特意在摊位摆放了消毒洗手液,供前来参观咨询的人士使用。

看到这一场景,相信读者马上联想到,这可能和正在肆虐韩国的“中东呼吸综合征”(MERS)有关。没错!据参展的韩国旅行社负责人介绍说,MERS 疫情爆发后,公司旗下招揽东南亚游客赴韩国旅游的生意大跌八九成,几乎所有从东南亚前往韩国

的旅行团都取消了。

其实,受影响的远不只是韩国及其旅游业,远隔千里之外的香港股市日前也受到了一次不小的惊吓:10 日上午,港股开盘后恒生指数高开高走,并很快重新站上 27000 点重要心理关口;下午开市后的前半段依然走势平稳,但到了 2 点 30 分左右,港股大市突然急转直下,恒生指数盘中最多曾大跌 400 多点,至收盘时不但全部回吐了早盘的涨幅,还倒跌了 300 多点。究其原因,原来是一名 22 岁香港女性市民从韩国回港后出现发烧等症状,被送往医院接受隔离治疗,消息令市场担心被香港市民成为“新 SARS”的中东呼吸综合征病毒来袭,因而造成投资市场的恐慌情绪。

所幸的是,有过对抗 SARS 疫情及各类禽流感丰富经验的香港特区政府各相关部门,这次积极应对并及时发布最新疫情通报,让香港市民尤其是港股股民的紧张情绪得以逐步平复。就在“香港国际旅游展”开幕当日,即这名从韩国返港的香港女子入院隔离治疗的次日,香港卫生防护中心便及时通报了其病毒化验结果为阴性。另外,还公布了之前所呈报的所有 30 多宗疑似中东呼吸综合征个案,经初步化验后证实全部呈阴性。同时,香港卫生防护中心总监梁耀雄亲自面对媒体宣布“香港并无中东呼吸综合征的确诊个案”,强调市民只需注重个人卫生就无须恐慌,并提醒市民不要转载未经核实的疫情资料,因为网上

发布假消息属违法行为。

受到香港特区政府及时通报疫情,尤其是香港卫生防护中心管理层亲自宣布“香港并无中东呼吸综合征的确诊个案”利好消息所带动,11 日港股跟随外围市场大幅高开,修复了大部分了前一日因 MERS 传闻造成恐慌导致的跌幅。

与港府做法形成鲜明对比的是,韩国当局起初对于外界要求公布 MERS 疫情相关信息采取了近似于缄默、不合作的态度,有韩国公共卫生官员甚至称不让受影响医院曝光对防疫“有帮助”,这遭到了包括韩国民众在内的各方批评。直至疫情肆虐多日后,在韩国高达 80%多民众的强烈要求下,韩国有关当局才公布了与本次

MERS 疫情相关的医院名。

心理学研究表明,害怕未知事物是人类的本性,是一种本能的恐惧心理。正如自 MERS 出现便密切关注韩国相关疫情的英国瑞丁大学(University of Reading)病毒专家琼斯所言:信息透明有助于遏阻疫情,即使会在短期引发恐慌,公开这些病例、发生地点与患者情形也是控制疫情的最好方式。

同样,在证券资本市场上也是如此——港府多各部门积极应对疑似 MERS 个案并及时向社会通报最新疫情,消除了港股投资者的恐慌情绪,维护香港资本市场的稳定发展,这一做法再次证明:信息越透明,越让人安心。

(作者系证券时报记者)

MSCI对中国A股说“NO”的背后

桂浩明

抱有厚望的摩根士丹利国际资本公司(MSCI)接纳中国 A 股一事,在今年仍然没有获得成功。

不久前 MSCI 公布的相关文件中提到,“在市场准入等一系列重要问题解决后”,将会把中国 A 股纳入其全球基准指数中。其实质就是一句话:暂不接纳中国 A 股进入 MSCI 指数。

这并不是 MSCI 第一次这样做。去年它就这样干过,强调现在还不方便接纳中国 A 股。那么,为什么 MSCI 拒绝接纳中国 A 股呢?这里首要的问题是额度,中国目前资本市场还没有完全对外开放,无论是外资进入还是内资出去,都有相应的额度管理。

具体来说,现在外资进入中国 A 股市场,理论上只有 QFII 和 RQFII 以及沪港通这三个通道,而且这三个通道都是有额度限制的。MSCI

作为全球最有影响力的指数发布者,通过跟踪其指数进行证券投资的资金规模巨大,即便现在模拟计算中的中国 A 股权重不是很高,但如果那些跟踪 MSCI 指数的资金都是被动操作,据此进入中国 A 股的话,那么理论上入市的外资就将远远超过现在获批的 QFII、RQFII 以及沪港通额度。因此就有一个即便是 MSCI 将中国 A 股接纳了进去,但也会因为额度限制而无法有效实施的问题。很明显,这个问题现在还无法解决。

MSCI 表示,希望中国 A 股的投资额度分配能够做到透明化,程序化以及可以预测。但因为涉及外汇管制,在可预见的将来,要真正做到这几点还是很有难度的。当然,人民币在资本项目下实现自由兑换是大趋势,其国际化进程也是不可逆转的,因此从长远来看,额度问题是一定会得到解决的。但现在,确实很难说有具体的时间表。

除额度问题外,这次 MSCI 还提出了流动性问题。在外资看来,股票在当天买入后不能当天卖出是不可思议的,因此要求实现“T+0”的交易模式,但中国境内的资本市场自 2004 年 12 月份以来,一直实行 T+1 的交易模式,这就产生了差异。问题还在于,尽管中国境内这几年呼吁股票交易恢复实行 T+0 的声音也不小,但在管理层看来,现在市场的活跃度已经非常高了,股市每天的交易量远远超过了成熟市场的水平,流动性是有充分保证的,因此实现 T+0 的必要性并不大。

在央行看来,由于 T+0 改变了股票与资金同时交收的惯例,因此存在事实上的信用交易问题。万一出现交收失败,会带来较大的风险。在这种情况下,恢复 T+0 就面临不少实际阻力。

当然,客观而言,外资也不是没有在 T+1 的环境下进行过操作,最早的 QFII 入市已经超过了 10 年,

其投资绩效也还可以,并没有发生因为流动性问题而影响交易的事件。但问题在于,当外资全然以它们的标准来要求中国的 A 股时,矛盾也就出现了。这方面的问题该如何解决,现在还真的很难说。有的时候,一个看似不那么重要的问题,却给整个事情造成了重大的,甚至是难以逆转的结果,这样的案例在资本市场上的确不算少。

此外,MSCI 还提出在沪港通额度管理上能否给跟踪 MSCI 的资金以与其规模相适应的配额,以及中国 A 股的税收等问题。就沪港通配额而言,现在实际上实行的是基于日期的总量控制,大半年下来很少出现额度不足的现象。但如果跟踪 MSCI 的资金进来了,情况就很难说了,这里存在大量的协调问题。

至于中国 A 股的税收政策,实际上还多少是有点随意性的,缺少严格的法律规范,人为色彩较重,这就难以给投资者带来稳定的预期。对于外资

来说,“税收法定”是基本前提,因此显然无法接受包括印花税在内的税率随意调整的状况出现。应该说,中国 A 股投资者的税负并不算高,但因为缺乏政策透明度,加上相关的不确定性又高,因此也就成为外资在评估中国 A 股市场时的一个不利因素,MSCI 也就把它作为“暂不”接纳中国 A 股的一个理由。

诚然,MSCI 拒绝中国 A 股,对中国的市场来说,并没有太大的实质性影响,也不至于导致中国 A 股的估值下跌。但是,分析 MSCI 的那些拒绝理由,也可以看出中国 A 股市场的确存在一些不够规范,或者与国际标准有着较大距离的问题。

显然,如果这些问题得不到解决,长期来看是会影响到中国 A 股的发展与成熟的。中国 A 股不需要唯老外的马首是瞻,但反思 MSCI 对它的拒绝,找到市场所存在的问题并且加以改进,还是非常必要的。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

跟风式投资如同火中取栗

杨苏

中国中车本周复牌后第二天起,股价连续暴跌,股民纷纷调侃,以为上了“神车”结果是“灵车”。

以前复权价格看,中国中车 4 月份最高达到 39 元,几乎是 2014 年底复牌前股价的 8 倍。如此赚钱效应,引得许多投资者在 5 月份南北车停牌前纷纷抢筹。

笔者看着中国中车暴跌的股价进行评判,不免会被批评是事后诸葛亮。但是,这种大热的股票,投资者盲目冲动、一拥而上后的最终结果,常常不是你想要的画面。搞不好,散户

的蚂蚁雄兵不幸成了“熊兵”。

当然,如果未来中国中车业绩超预期,或者在产业链上进行了整合并购等重大动作,股价非常可能再燃烈火。那么,当下 20 多个点的跌幅在日线图上只是一个微不足道的小坑。不过,又有多少投资者仔细了解过中国中车的业务结构、盈利前景以及资源情况呢?

在笔者看来,跟风式投资如同火中取栗。其一,是你自己欣然入场的原因,是对公司和行业不明觉厉的感觉;其二,是入场资金的期限和偏好纷杂,对股价扰动极大,难以判断市场情绪以及预期的变化。

即便是专业投资者,对中国中车的态度也是大相径庭。作为境内外投资机构的大明星,中金公司和高盛高华证券就提出了完全相反的观点:估值偏高所以卖出,以及王者归来所以买入。其实,两家机构对中国中车 A 股对应的 2016 年预期市盈率,非常接近,分别为 53.3 倍、51.8 倍。对于业绩,大家没有分歧,分歧在于溢价幅度。

相对而言,高盛高华证券比中金公司更加谨慎。高盛高华证券提出,全球铁路装备同业的 2016 年预期市盈率中值为 12.9 倍,所以中国中车 A 股估值偏高。

中金公司的不同在于,考虑了如下因素:采取国际、国内可比公司、中国中车历史与大盘的估值溢价及中国中车市值与潜在收入预期相比等多个维度分析,以及当前资本市场乐观情绪及我们最为乐观的假设下。

结果一目了然。关注中国中车但没有在停牌前抢筹的投资者,多半是顾虑股价涨幅过高,以及业绩的发展情况;遭受损失的投资者,则主要是估值溢价和市场最乐观情绪假设的信徒。

笔者也是胆小,觉得如此与赌博何异?即便此次赌赢了,下次也会输完。投资如行车,一次不慎,后果难以承担。

今年 1 月底至 2 月初,中国中车的前身中国南车,股价曾有过 20%幅度的下降,晃晃悠悠到 3 月底,开始了 9 个涨停的疯狂之旅。预期并不久远的历史重演,或许是投资者坚守下去的主要动力。

这不是大多数人该玩的游戏。牛市登上 5000 点,一些风吹草动常常让大盘受惊,同时牵连所有涨幅较大的个股。从即日或者更早的时间开始,散户股神化以及创业板无脑买入等神理论,已在许多小盘股上惨遭戳穿。

不同的是,这一次是 7000 多亿元总市值的超级巨无霸——中国中车。

(作者系证券时报记者)