

二季度经济增速有望止跌

□中国物流信息中心副总经济师 陈中涛

从近期相关经济数据来看,或止跌趋稳,或连续小幅回升,显示稳增长的政策措施效应正在逐步显现,市场需求改善,经济运行保持积极向好发展,增长态势趋稳。笔者预计,二季度经济增速有望止住下降势头。

多项经济数据向好

经济先行指标持续回升。4月份,制造业PMI为50.4%,比上月上升0.1个百分点。该指数连续两个月小幅上升,特别是新订单指数回升加快,显示需求端正在逐渐改善,经济增长基础趋向巩固。制造业新订单指数较上月上升0.6个百分点,达到51.2%,为去年9月份以来最为明显的一次上升。钢铁以及水泥为代表的非金属矿物制品业新订单回升加快,反映出铁路投资、棚户区改造加快所带来的基础建设投资需求开始释放。

实体经济走势保持平稳。从制造业来看,4月份,生产指数较上月略微回落0.2个百分点,但仍保持在52%以上,处在相对较高水平。企业备货趋向积极,采购活动较为活跃。采购量指数、原材料库存指数连续两个月小幅上升,分别为50.6%和48.1%,均比上月上升0.3个百分点。从非制造业来看,服务业回升明显。4月份,服务业商务活动指数较上月上升0.6个百分点,保持在53%以上的相对较高水平;新订单指数为50.7%,较上月上升0.6个百分点。

市场活跃度提高。物流行业回升加快。4月份,中国物流与采购联合会发布的中国物流业业务总量指数为57.7%,比上月回升1.9个百分点。其中,邮政业、铁路运输业、装卸搬运及仓储业回升尤为明显。大宗商品批发和零售业商务活动较为活跃,其商务活动指数保持在60%以上,新订单指数保持在58%以上。市场供需关系改善,价格趋稳。随着市场需求回升,市场总体供需关系有所转好。4月份,制造业生产指数为52.5%,新订单指数为51.2%,二者差距缩小到1.3个百分点,为去年10月份以来的最低值。制造业产成品库存指数,结束连续三个月下降。4月份为47.3%,较3月份下降1个百分点。生产资料市场价格趋稳。4月份,中国物流信息中心监测的全国生产资料市场综合平均价格,比上月下降0.2%,降幅缩小0.8个百分点,连续两个月收窄。企业生产经营形势良好,效益有所改善。

大中小型企业新接订单均有明显增加。大中型企业新订单指数均在50%以上,分别为52.1%和50.4%,较上月上升0.2和1.4个百分点。小企业新订单指数虽然仍在50%以下,但明显上升,比上月上升0.8个百分点。大中型企业生产保持增长,生产指数分别为52.8%和53%;小型企业有所减缓,生产指数下降1.3个百分点,回落到50%以内。企业效益有所改善。从物流行业来看,4月份,成本指数有所回落,利润指数小幅回升。其中,物流行业主营业务成本指数回落2.9个百分点,回落至55.6%;而主营业务利润指数小幅回升0.1个百分点,回升至52.1%,反映出物流企业效益有所好转。

资金环境依然偏紧

结合近期主要统计数据表现来看,笔者预计二季度经济增速有望止住下降势头,整体发展态势稳中向好。依据主要是三方面:一是近期经济运行出现积极变化,有回升迹象。二是二季度同比基数较一季度低,去年二季度经济增速继续下行。三是当前经济增长基础进一步巩固。今年以来,国家出台了一系列“利当前、惠长远”的政策措施。这些政策措施,可操作性强,带动作用明显,随着时间的推移,必将发挥稳定经济增长的重要作用。

与此同时,当前经济运行中值得关注的问题,主要表现在两个方面:一是从宏观基本面来看,整体回升力度仍显偏弱,经济增长仍需巩固。以PMI为例,虽然连续两个月回升,但回升幅度较小,均为0.1个百分点。从需求来看,投资需求偏弱,出口具有较大不确定性。制造业新出口订单指数3月短暂回升,4月再次转降,又回到50%以下,预示着二季度出口难有强劲表现,投资的关键支撑作用需要加强。一季度,固定资产投资同比名义增长17.6%(扣除价格因素实际增长16.3%),增幅比上年同期回落3.3个百分点,回落偏快。

二是从微观经济主体来看,企业生产经营依然较为困难,效益偏弱,经济活力仍需提升。从调查了解的情况来看,当前企业仍然受资金紧张、劳动力成本上涨、订单不足所困扰,尤其是最近两个月资金紧张的矛盾较为突出。在PMI调查的3000家企业当中,今年以来反映资金紧张的企业数量不断增多,比重达到43%左右,为去年以来的最高值。从物流行业来看,4月份,资金周转率指数为47.6%,比上月回落5.1个百分点,回落至50%以下,反

映出当前经济运行中的资金环境偏紧。

完善宏观调控体系

笔者认为,宏观调控要长短结合,长期目标要坚持“稳增长、调结构、转方式、惠民生”,短期目标要巩固经济增长基础。

一要重视内需潜力的发掘。一方面,要本着“统筹安排、小步快走”的原则,合理有序释放投资项目,重点发挥好投资对稳增长的关键性作用。另一方面,要从优化物流行业发展的政策环境着手,促进物流行业发展、支撑电子商务发展,以此促进消费升级,培育新的消费增长点。近年来电子商务发展很快。一季度,社会消费品零售总额62081亿元,同比名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。其中,限额以上单位网上零售额815亿元,增长51.7%,大大快于全社会消费品零售总额增幅。电子商务平台能够将分散、碎片化的消费集成起来,有利于开发消费增长潜力。但电子商务的发展,离不开物流服务的支撑。要积极支持城市物流配送体系建设,结合城市产业布局和居民消费升级需求,加快形成多层次、梯级化的城市物流配送网络。要改革相关管理制度,鼓励物流企业网络化经营。

二要释放微观经济活力。要从加快改革为企业“松绑”,加快多层次资本市场发展、增强金融对实体经济支撑,落实税收优惠政策为企业减负,引导企业加快经营模式转变等多方面入手,助推企业改善生产经营状况和经济效益,进一步提升微观经济活力。

在政策应用上,要统筹兼顾多重目标,以货币政策、财政政策为基础,配合使用多种政策手段,完善宏观调控体系。货币政策要稳健,以防范债务风险、有效支撑实体经济发展、保持物价稳定为目标,控制流动性增量,用好用活存量,注重提高资金运用效率。针对当前企业面临的资金困难,配合结构调整的需要,可采用差别化利率、定向适度宽松政策。同时,要积极发展多层次资本市场,注重发挥社会资金对经济发展的支撑作用。

财政政策要发挥经济稳定器作用。在财政收入保持较快增长的前提下,要更趋积极,适当提高财政支出进度,同时要注重支出结构优化,保证财政支出重点投资重大基础设施建设、改善民生工程、促进区域经济协调发展。产业政策要积极引导传统产业转型升级、培育新兴产业发展。

持续经营能力是优先股成功推行基础

□万联证券研究所所长 傅子恒

优先股经历长时间的酝酿和讨论之后“登陆”资本市场。优先股在讨论阶段一直被作为一项政策利好而受到期待,但从首家公布预案的广汇能源股价大幅下跌、浦发银行走势平淡的表现来看,市场预期显然发生了较大改变。

市场反应恰恰反映出市场情绪的一种理性。笔者一直认为作为一种融资与股权结构安排的工具选择,优先股对市场的“系统性”影响并无所谓利空还是利多,需要具体分析,不同公司、不同发行条件对不同股普通股投资者的影响是不一样的。无论对于普通股持有者,还是对优先股投资者,决定后续持有投资价值的最基本因素依旧是上市公司自身的业绩成长性。

相对于普通股而言,优先股的“优先”权是建立在对发行主体公司控制权全部或部分让渡的基础之上,这一优先权仅仅体现在分红与破产清算强制受偿方面,这一股票类型给那些更希望获得稳定分红回报而不追求对公司进行控制与干预的投资者,提供了一个可选择的投资品种,因此具有一定的市场需求。

从发行需求也即是优先股融资主体角度来看,有两类公司应该会对优先股工具更感兴趣:一类是急需发展资金而又没有更好现实融资选择的,另一类是希望进行多元融资进行股权结构优化的公司。当然,在企业实力方面,按相关要求,发行人必须具备未来成长性、能够持续承担高成本债付的能力,才能与市场需求对接。有市场投资“优先股需求方”与发行“优先股供给方”需求之后,就是发行价格与发行条件的对接问题。如果发行条件合适,供需双方“各得其所”,能够达成交易,优先股也就在市场上诞生了。

简单来看,优先股对普通股的影响,是发行人发行优先股为公司筹集到发展所需资金,如果能够带来公司更快的发展以及超越于优先股股利成本支付之外的盈利能力的提升,普通股股东当然也就会成为受益者。同时,优先股一般不参与公司事务的表决,一般并不影响既有普通股对公司的控制权。

但是,优先股发行也将给普通股带来不利影响,其表现在以下两个方面:首先,优先股要求分红派息率相对较高而且稳定,优先股是一种具有长期债权性质的特殊股权,与债权相比,它不能在规定的日期到期时回收本金,与股权相比,不能像普通股那样便捷流通而随时可以进行股权退出。同时,它放弃了对公司的控制与经营参与权,所以要求相对较高的报偿有着风险收益对比方面的合理性,这预示着发行主体在优先股存续期内需要长期相对固定地支付一笔成本,从而可能减少分配给普通股的利润。优先股融资对发行主体“增量”业绩贡献如果不能高过优先股股息支付,则将会对普通股股东利益造成损害。

其次,优先股作为介于股权与债权之间的一种融资工具,在会计核算中,如果计入股本,将会摊薄公司

的各项单位财务指标,如每股收益、每股净值水平等,也影响净值回报率;如果计入债务端,将增大公司负债水平,降低公司股东权益比率。这两种情况都可能影响融资公司股票在二级市场的估值。而在利益多元化的复杂证券市场,优先股作为一种融资工具,发行主体的发行动机不可能相同,不同的发行动机选择将影响企业可持续发展能力。同时,也不能排除有的公司中不同利益相关者“比如控股股东等”为“一己私利权谋而选择这一融资工具。这些现象的存在都不可避免地影响到公司估值,由此并不能简单地认为是利多。

对优先股的考察还需要关注发行时的具体条款设计。优先股发行条件可以因个体而有很多差异,如分红率设计可以是固定形式,也可以选择浮动形式;在“退出”方面,除了获得优于普通股的自然清偿顺序之外,在实践中,优先股条件设计也有可能与债券或普通股退出的通道打通。

目前,优先股退出与流通方式方面还没有明确,从现行规定来看,证监会发布的《优先股试点管理办法》,明确了优先股不允许转换为普通股,但银监会与证监会联合发布的《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》中又似乎给银行类公司转换股份留下一个缺口,从广汇能源与浦发银行的预案来看,前者明确规定不转换普通股,后者规定在特殊情况出现时可以转股,如果优先股转换为普通股,则不会摊薄会计指标,也将降低原有普通股股东持股比例。

优先股发行可以采取公开方式,也可以采取非公开方式,上述两家公司都采用了非公开发行方式,发行对象不超过200人,而按照《优先股试点管理办法》的规定,公开发行优先股需要支付固定股息率,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,对非公开发行方式的选择可以回避这一规定,将会降低优先股股息率支付成本,有利于普通股股东,但同时也将降低优先股的发行吸引力。广汇能源方案明确了本次发行不设赎回与回售条款,不可以转换为普通股,优先股股东不能与同普通股股东同享受剩余利润分配权,初始股息率不得超过过去两年公司的平均净资产收益率,由于广汇能源近年以来的净资产收益率呈现出持续下降的趋势,而公司发行优先股主要的资金用途是补充流动资金,这就使市场担心优先股发行之后将可能更进一步拉低净收益水平,同时摊薄单位财务指标,这大概就是普通股股东对发行方案表示出不认可态度的根本原因。

当然,这也可能有二级市场环境变化方面的原因,在疲弱市道之中,投资者对信息总会偏向于负面解读,从而使得利好演化为中性,而中性的信息通常会演化成负面。相对而言,浦发银行因近年以来盈利能力较为稳健,股价表现较为平静,但也没有出现市场此前预期之中的“利好效应”。而投资者对两份方案不一样的反应,更进一步说明优先股对个股的影响并不一致。对市场而言,业绩成长是王道,有助于业绩成长的行为才可能受到市场的真正认可。



泸州老窖

LUZHOULAOJIAO

泸州老窖股份有限公司致股东的一封信

——写在公司上市20周年之际

各位股东、各位投资者：

今天，2014年5月9日，是泸州老窖股份有限公司上市20周年的纪念日，20年前的今天，1994年5月9日，当时简称“川老窖A”的公司股票在深圳证券交易所挂牌交易，为泸州老窖的发展史翻开了新的篇章。

20年，从时间长度上来看，对于一家拥有400余年悠久历史传承的企业，或许仅是弹指一挥间，但就重要性而言，这20年绝对是泸州老窖发展历程上的一大步。

20年来，在建立现代企业制度的征途上，泸州老窖如同一个懵懂幼童，不断学习，不断进步，从法人治理结构的形似到逐渐神似，从内控体系的初创到逐步成型，泸州老窖不断前行——路漫漫其修远兮，吾将上下而求索！

20年来，泸州老窖有过成功，也有过失败，但我们善于从成功中总结经验，从失败中汲取教训，不断发展，不断壮大，从一家上市前年销售收入不足3亿元，净利润不到0.6亿元的传统企业，发展成为年销售收入超过100亿元，净利润超过34亿元，涉足食品、证券、金融等多个行业的现代化大型企业。

20年来，泸州老窖积极回报投资者，累计分红率超过50%；即便在行业深度下调，公司经营性现金流大幅下降的2013年，董事会也提出了每10股派发现金红利12.5元（含税）的分配预案，按当前股价计算，分红收益率超过7%，远高于银行定期存款利率，也高于余额宝等理财产品的收益率。20年来，公司共计派发含税现金红利95.91亿元，在2013年利润分配预案实施后，公司派发含税现金红利将达到113.44亿元。

假定一名投资者在1994年5月9日以开盘价9元/股购入100股“川老窖A”股票，即使其间不做任何操作，一直持股不动，20年后，他的账户上将有1600多股“泸州老窖”股票，收到的现金红利超过7000元，累计收益率达38倍，此项指标名列深沪两市上市公司前列，是名副其实的长线牛股。

20年来，泸州老窖从资本市场募集资金仅为11.43亿元（其中IPO募集资金1.25亿元，三次再融资募集资金10.18亿元），公司派发现金红利是募集资金的8.39倍。虽然公司再融资次数不多，募集金额也相对较小，但都是在公司发展最关键，最需要资金的时候，大多数募投项目至今仍在发挥着不可替代的作用。为此，我们深深地感谢泸州老窖的投资者。

泸州老窖作为中国白酒浓香鼻祖，作为全国产销量最大的白酒企业，拥有不间断连续使用441年的1573国宝窖池群以及传承23代的泸州老窖酒传统酿制技艺，多年来一直秉承“天地同酿，人间共生”的企业哲学，以优秀的品质、卓越的文化、周到的服务满足消费者需求，赢得了广大消费者、投资者的信任。自2012年下半年以来，白酒行业进入深度调整期，公司也在顺应形势，调整产品结构，创新营销模式，我们深信：中国消费者对白酒消费的偏爱程度没有改变，白酒兼具情感物质双重消费属性没有改变，在各位消费者、各位投资者的关心与支持下，泸州老窖必将走出调整，重铸辉煌！

最后，我谨以泸州老窖股份有限公司董事长的名义：

向20年来一直坚定支持泸州老窖发展的股东和投资者致谢！

向20年来为泸州老窖发展作出贡献的前辈致敬！

向仍辛勤奋斗在工作岗位上的泸州老窖员工致谢！

泸州老窖股份有限公司
董事长：
2014年5月9日

