

警惕定增折价背后的“伪成长泡沫”

□博时睿远定增基金经理 陈鹏扬

从大类资产配置角度分析,当前大盘点位,对于权益类资产,我们保持谨慎乐观态度。笔者认为,未来一到两年内,货币政策会保持相对稳定且宽松。从历史经验分析,在利率处于稳定相对低位的通道中,股市出现系统性风险的概率不大。尤其是在我国央行加强“利率走廊”建设后,未来我国货币政策调控已经从过去的数量型转向价格型调控,货币政策可预测性更强,有助于稳定资产价格预期。同时,随着无风险收益率的下降,比较地产类、债券类等资产,目前我国股票资产依然有很强吸引力,未来在居民资产配置的比例仍有继续提升空间。在当前时点,笔者建议投资者可多多关注定增投资机会。

定向增发指上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份,一般发行对象不超过10名,锁定12个月,价格相对现价有一定的折扣。简单理解,相同一只股票,在二级市场是现价购买,随时可以买卖;在定增市场可以用一个折扣的价格购买,锁定一年的时间,除了二级市场的价格波动外,还可以享受到折价带来的超额收益。

近几年的定增项目有“个单份额大、折价率高”的特点,高折价也为定增投资提供了较厚的安全垫。尤其在A股市场处于低位震荡的环境下,定增投资优势较为明显,若市场上涨,持有定增基金可以同时享受净值上涨和折价兑现的收益。据统计,2015年一年期现金认购类定增项目在破发比例21.43%的情况下,将所有项目认购,仍可获得29.70%的总回报率。

定增市场的另一个特点是标的



成长预期性较高。2013年以来,在中国经济转型升级的大背景下,传统产业上市公司多寻求外延并购重组实现转型,新兴成长型(尤其是TMT行业)上市公司则通过并购实现可持续成长。关于上市公司定增融资用途,相关数据显示:2013年为拐点,2009年—2012年,项目融资占有定增融资市场的60%;2013年—2015年期间,项目融资类定增标的大幅减少,外延并购及配

套融资等定增标的占有份额大幅提升。

2013年以来,定向增发融资规模增长迅速,发行频率明显提高。截至2015年12月31日,Wind数据统计全年累计实施定向增发融资853次,较2014年同比上升74.80%;募集资金总额1.36万亿元,较2014年同比增长99.40%;其中,一年期现金认购类定增项目发行合计252个,融资规模3757亿元。目前,定向增发已经成为

A股主要融资方式之一。

对于普通投资者来说,要想直接参与定向增发,必须跨过两道坎:一是资金门槛,定向增发动辄耗资数千万或数亿;二是专业性门槛,从前期项目的调研沟通到定增的报价配资,再到投后的管理对冲,处处都需要专业化操作,这对散户来说存在较大难度。普通投资者想要参与定增,获得超额收益,可以选择认购一些专门投向定增市场的专户产品或者公募基金,前者门槛相对高一些;后者门槛相对较低,且有些在交易所上市后能提供一定的流动性。

定增投资因为有一年的锁定期,所以从投资的角度而言和二级市场不完全同步,有的时候甚至是逆向的,我们更注重当前股价和基本面比较的安全边际和一年之后的潜在空间。例如,2015年上半年股市最热的时候大部分定增项目现在来看都是亏钱的,而2012—2013年市场不太好的时候那两年定增项目的回报率反而是比较高的。近期市场下跌使得定增企业估值下降,在此基础上再打折发行的话,从定增角度而言反而是更有吸引力的;我们看过之前几年的情况,沪指在2000点—4000点区间,大部分的定增标的有正收益的。

我们同时也提醒投资者,要警惕定增标的折价背后的“泡沫”。定增项目即使发生较大折价,仍然要警惕“伪成长”项目的泡沫破灭。定向增发市场持续繁荣为定增基金管理人提供了丰富的可选项目,具有规模优势的基金管理人,更要重视甄别“伪成长”,投资“真成长”,提升公司估值的定增项目,通过精选个股,提高优质项目获配概率。

均衡结构配置
关注主题投资机会



□建信基金 叶乐天

近期A股上证综指在2900—3100的区间震荡:前期有周期品价格以及宏观数据预期支撑震荡上行,后期因为流动性预期的边际变化以及信用风险暴露引发股债调整,目前呈盘整格局。究其原因,对经济数据的整体预期较高,导致“利好兑现”效应;同时商品市场“吸金”和“吸睛”显著。我们对之后市场维持区间震荡的判断。

国际环境上,4月美联储决策机构公开市场委员会(FOMC)的政策声明偏中性,消除了对于流动性方面的外部担忧,预期年内至多加息一次,不过要警惕美元的反复。国内宏观方面,一季度的数据整体向好:从固定资产投资数据上看,基建的托底力度显著;在GDP结构上地产是最大的边际改善,但地产销售或达景气高点,受制于土地供给和价格,投资改善的幅度仍难以确认。通胀方面,季节性扰动消退;经济企稳,生产端回暖,PPI向CPI传导持续,或助推CPI中长期上行。信贷方面,回归“4-3-2-1”的节奏,未来扩张减缓。因此,流动性政策受到多种因素制约,央行保持中性的意图明显,边际趋向更加谨慎。政策目前仍在增长与改革中寻求螺旋式前进。

从市场来看,板块和指数的估值水平仍在回落,其中有11个中信一级行业(共29个)处于历史中枢之下;市场整体成交环比下行,换手率基本回落到长周期以来的中枢;从投资者账户、资金流动以及两融等数据来看,情绪也比较平淡。值得一提的是,公募基金存量规模有明显的缩减。基本上,宏观来说,工业企业的利润持续改善,主要新增利润集中在电子、石油化工链、医药、汽车等行业;中观层面,受益宏观企稳、需求回暖,A股收入累计同比增速显著回升,归属净利润同比也有好转,同时毛利率出现明显改善,不过费用率上行。从盈利质量上看,ROE持续下行。通过杜邦分解来看,净利率波动不大,杠杆率相对平稳,ROE主要受资产周转率拖累,原因是收入增速无法匹配资产增速。

总结目前的整体环境,我们可以看到经济企稳的确认,对二季度数据并不悲观;同时我们认为市场将保持存量博弈的格局,跨市场联动较强。值得注意的是信用风险等不确定性的加大,会导致避险情绪上升。所以,在关注流动性边际效应以及汇率、外部风险的前提下,维持市场区间震荡持续的判断。考虑到风格及品种的快速轮动,将进行均衡结构调整,避免前期涨幅过高的个股,自上而下配置高景气防御品种,同时自下而上寻找业绩确定性高的品种;另外也关注一些热度较高,有事件催化的主题机会。

债券违约常态化 债市中长期仍可期

□景顺长城固定收益投资部
研究副总监 陈文鹏

两年多的持续风光后,债券市场今年以来持续调整。在一连串的利空冲击下,债市整体下挫态势明显。市场情绪越来越谨慎,债市陷入偏空震荡格局。对于后市,大多数投资者维持谨慎,认为信用债市场的调整压力会更大。

个人倾向于认为,国内信用违约潮已经来临,但出现流动性危机的可能性不大。短期债市各利空因素仍可能继续发酵,债市投资需要更重视个券信用风险,尽可能地避开负面评级的债券。对债市中长期表现,本人并不悲观。国内经济仍处于结构调整和去产能阶段,经济增速仍将延续下行,债券市场中长期的表现仍可以期待。

债券违约将成常态

从去年的山水水泥到今年的东北特钢、中铁物资,我们可以看到债市风险爆发比之前更加频繁。实际上,国内信用债违约潮已经来临,从高等级到中低等级,从央企到民企,从公司债到短融中票,债券违约成为常态。

在去产能、去杠杆背景下,国内经济结构调整压力较大,经济增速仍阶梯式下行,企业盈利能力明显



企业主动寻求外部支持的动力下降,产能过剩行业的违约风险明显上升。经营规模偏小的企业则主要是规模偏小,抗风险能力低,一旦出现股东实际控制人风险、行业变化或经营变化,这类发行主体容易出现负面评级或违约。

也有投资者担心,由于当前债券市场的收益水平正在走低,随着银行委外资金进入债券市场,为追求高收益,将放大债券市场杠杆风险。

确实,银行委外资金一定程度上推动了近年债券收益率的下行,随着委外规模的增多,债市的杠杆风险不断被市场关注。

笔者认为,当前在信用风险频发、债券收益率阶段性调整背景下,增量资金进入债市可能规模不大,同时存量资金可能也有小幅赎回。短期内,委外资金存在一定的降杠杆压力,但一旦债券收益率回升至符合配置的水平,委外资金仍有配置需求。影响债券收益率走势的长期因素仍主要是经济基本面,短期内委外资金的进出和去杠杆会对收益率有所影响,但不是决定性因素。

中长期表现仍可期待

近期债市利空因素较多,包括经济短期企稳、货币政策宽松力度低于预期、监管层可能加大理财资

金的债券投资监管、信用风险频发等,债券收益率出现了较大幅度的调整。利率债调整幅度较大,一方面是基金赎回导致利率抛盘上升,另一方面基本面的回升和货币政策低于预期,并不是单单信用风险的因素。

在这样的情况下,不少投资者担心市场是否会出现流动性危机,甚至担心债市的流动性风险会传导到股市层面。笔者认为,债市是否出现流动性危机,主要看央行货币政策的变化。从近期央行的操作上看,全面降准降息的概率下降,通过MLF、公开市场逆回购等操作释放流动性的概率更大。央行货币政策宽松力度低于市场预期,但未见到收紧的迹象。因此,只要各组合不出现大额赎回,出现流动性危机的可能性不大。

在操作上,短期内经济企稳,但企业基本面并未改善,各组合需要更重视个券信用风险,尽可能地避开负面评级的债券。

短期而言,各利空因素仍可能继续发酵,策略上将适当控制杠杆和久期,待收益率平稳后再择机加仓。目前债券市场面临一定的调整,但中长期而言,我们并不悲观,国内经济仍处于结构调整和去产能阶段,经济增速仍将延续下行,债券市场中长期的表现仍可以期待。