

周小川:继续加强宏观调控

期待IMF尽快推出新的监督决定

□本报记者 任晓

国际货币基金组织国际货币与金融委员会(IMFC)第二十五届部长级会议21日在美国华盛顿召开。中国人民银行行长周小川在会上表示,在全球经济疲软的情况下,中国政府积极加强宏观经济调控,经济保持平稳增长,国际收支日趋平衡。未来,中国政府将继续加强宏观调控,加快结构性改革,保持经济的强劲、可持续和平衡增长。

国债期货仿真交易今起面向全市场

□本报记者 熊锋

国债期货仿真交易今日开始向全市场推广,市场参与主体可以通过中金所的所有会员进行国债期货仿真交易,而此前仅能通过部分试点会员期货公司进行。业内人士表示,仿真交易向全市场推广则意味着国债期货正式推出又向前迈出了一步。

上周五,此前尚未参与国债期货仿真交易测试的中金所会员单位收到中金所通知,将于23日开始参与仿真交易测试。相关期货公司也作出工作安排,要求IT部门、交易风控部门、结算部门等做好仿真交易测试工作。

中金所2011年11月9日开始在内部进行国债期货仿真交易,各项业务运转通畅;2月13日开始,国泰君安期货、海通期货、东证期货、广发期货等多家公开始仿真交易,并逐步对外开放,分批批次发展银行、证券、基金等机构投资者参与。4月23开始,国债期货仿真交易推向全市场。

本次会议主要讨论了全球经济和金融市场的形势与政策挑战、基金组织改革等问题。会议敦促基金组织各成员国尽快完成国内审批程序,确保在2012年10月基金组织年会前按时落实2010年份额改革方案。

周小川表示,金融危机表明基金组织需要切实调整监督重点,转变监督方式,提高监督的有效性和公平性。期待基金组织尽快推出新的监督决定,实现对系统性风险和成员国宏观政策的全面监督。国际社会也应为解决低收入国家所面临的挑战和外部冲击提供更多援助。

此外,在此前召开的华盛顿召开的二十国集团(G20)财长和央行行长会议上,关于增加基金组织资源,中方在发言中指出,对于国际社会在共识的基础上向基金组织增加资源,中国不会缺席。基金组织是以份额为基础的机构,份额是基金组织最重要、最根本的资金来源,基金组织增加资源应主要以份额为基础。

分析人士表示,一季度GDP增速低于预期,为防止经济惯性下滑,预计政策面将会加大微调力度,二季度政策基调将是“稳中见松”,以使经济能在二季度止跌趋稳。

分析人士预计,未来一段时间国家将加大政府投资来对冲房地产投资下滑,通过政府支出的加大、信贷的放松、大型项目的开工来稳定经济增长。伴随着十二五项目的开工,农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等项目的实施,中长期贷款占比将提升,基础设施投资和中央项目投资将触底回升。”

数据显示,3月财政存款减少人民币4060亿元。虽然每年3月份财政存款通常会下降,但今年3月的降幅前所未见。分析人士指出,财政存款即政府存放在央行的款项,其受政府收支水平影响。财政存款降幅越大,意味着向实体经济提供的流动性越多。

货币政策方面,3月新增人民币贷款突破1万亿元,远超前两期的8000亿元。瑞银证券分析师汪涛表示,如果市场因为担心政

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

新一轮基建投资有望加速推出

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长

策放松和信贷支持力度不够而对二季度经济增长和投资前景感到担忧,那么3月贷款数据已反映政策放松,应被视为重大利好。她预计二季度新增贷款将达2.3-2.4万亿元,固定投资将在二季度反弹,并带动GDP环比增速回升。

天相投顾预计,二季度信贷投放力度将加大,重点投资项目的审批和推进速度均会加快。出口退税政策的执行速度也会加快,促进进口相关政策及针对中小企业、新兴产业的结构性减税政策也会继续推出。不过,“稳增长



新股申购提示

股票代码	发行数量	网下申购日	网上申购日	刊登中签率	刊登中签号
龙泰股份 002671	2360万股	4月18日	4月18日	4月20日	4月23日
人民网 732000	69,105,691股	4月17日	4月18日	4月20日	4月23日
奥康国际 732001	8100万股	4月17日	4月18日	4月20日	4月23日
基础股份 732123	7700万股	4月18日	4月19日	4月23日	4月24日
奇新证券 002673	20000万股	4月23日	4月25日	4月25日	4月26日
数源医疗 300314	2000万股	4月24日	4月24日	4月26日	4月27日
邦讯技术 300312	2668万股	4月25日	4月25日	4月27日	5月2日
兴业科技 002674	6000万股	4月25日	4月25日	4月27日	5月2日
明星电视 8867万股		4月24日	4月25日	4月27日	5月2日
宇通科技 300315	4091.5万股	5月2日	5月2日	5月4日	5月7日
鑫鼎机械 300316	3335万股	5月2日	5月2日	5月4日	5月7日
联华股份 300317	3500万股	5月3日	5月3日	5月7日	5月8日

全球财经指数			
全球市场 WORLD MARKETS			
股票市场	最新	一周涨跌	
沪深300指数	2626.84	+46.39	
上证综合指数	2406.86	+47.70	
深证成份指数	10131.04	+87.32	
创业板指数	728.72	+9.76	
香港恒生指数	21005.60	+304.56	
恒生国金指数	11046.61	+109.71	
道琼斯工业指数	13029.26	+179.67	

全球财经指数			
期货市场	最新	一周涨跌	
连豆1301	4638	-44	
沪铜1207	57750	-280	
NYMEX原油	104.04	+1.21	
LMEX3个月铜	8192.50	+184.25	

全球财经指数			
债券货币	最新	一周涨跌	
上证国债指数	132.69	+0.09	
中证全债指数	140.36	-0.02	
欧元/美元	1.3220	+0.0143	
人民币/美元	6.3042	-0.0163	

本表截至北京时间 4月22日 22:30



油价上涨时期的投资机会

□汇添富资产管理(香港)有限公司RQFII基金经理 何昊

今年以来,以布伦特原油为代表的国际原油价格上涨15%以上,3月国内成品油价格也进一步上调,并进入“8”时代。国际油价上涨对经济增长将产生哪些影响?如何判断国际油价上涨的推动因素?油价上涨会带来哪些投资机会?

油价上涨对经济增长产生影响的程度主要取决于油价上涨背后的推动因素。根据以往的经验,一般有如下四个重要因素值得关注:第一,油价上涨的驱动力需要分解到需求冲击和供给冲击两个来源。第三,油价上涨时,石油输出国组织突然宣布减产就属于来自供给减少的冲击。第二,石油市场上闲置产能的评估。如果市场上的闲置产能较少,那么供需的冲击会对油价有更大的影响。现在国际原油产能处于紧平衡状态,行业集中度比较高,边际上的供求变化容易对油价产生巨大冲击。第三,油价上涨时宏观经济面所处的景气阶段,特别要考察其他类似的大宗商品的景气阶段以及整体经济的闲置产能状况。如果宏观经济处于下行周期或者明显的萧条期,比如2008年处于次贷危机中的美国,那么油价上涨会给美国经济带来更大的负面影响,严重影响经济复苏前景。第四,央行的货币政策基调 and 取向。如果中央银行采取紧缩货币政策应对油价上涨可能带来的通货膨胀,那么最后油价上涨对经济的冲击效应会被放大。

根据上面提到的四个因素,分析今年以来的这一轮石油价格上涨。首先,就目前的情况来看,本轮油价上涨并非供给层面出现问题。现代生活最重要的能源石油来自中东地区。去年油价的上涨与中东地区局势,特别是利比亚的战争导致供给减少有很

大关联。虽然今年伊朗局势依然紧张,但并没有发生任何实质性的石油输出问题,市场波动也与中东局势基本没有关联,主要是受到市场的过度恐慌情绪,以及其他一些周期性资产价格上涨的影响。

其次,根据石油输出国组织的数据,一月底的石油库存处于2008年以来的最低位。沙特地区当前的石油产能则处于三十年来高位。这都说明一旦石油供给出现任何问题,都会导致油价加速上涨。

第三,如果观察其他大宗商品的价格走势,我们发现今年以来农产品价格涨幅相对去年而言较小,而美国的天然气价格则一路走低,跌幅超过10%。因此,当前的通胀趋势没有去年明显。石油价格的上涨所带来的能源消费成本提高,在一定程度上被天然气价格的下跌所抵消。

最后,由于没有农产品价格上涨带来的通胀压力,并且出于刺激经济和解决债务危机的需要,全球各大央行都采取着宽松货币政策。全球采购经理人指数也处于一个较好的上升通道。因此,上涨的油价还不至于令各大央行改变其宽松的政策导向。

综合来看,目前的油价上涨主要来源于需求的增长,并未对经济增长产生太多的负面影响,经济仍然处于良性的周期性上升通道中。因此,油价上涨不一定总是给经济带来负面冲击。

同时,在油价上涨的过程中,也孕育着投资机会。随着汽油内燃机的出现,石油作为人类主要的能源品已有将近一个半世纪的历史。随着石油可开采年数减少和价格不断上涨,国际社会开始发掘更多的新兴能源作为石油替代品,风能、太阳能、水电,以及对页岩气的开采利用,产生许多新的投资机会。所以,油价上涨时期尤其应该重点发掘新兴能源行业的投资机会。

首先,就目前的情况来看,本轮油价上涨并非供给层面出现问题。现代生活最重要的能源石油来自中东地区。去年油价的上涨与中东地区局势,特别是利比亚的战争导致供给减少有很

大关联。虽然今年伊朗局势依然紧张,但并没有发生任何实质性的石油输出问题,市场波动也与中东局势基本没有关联,主要是受到市场的过度恐慌情绪,以及其他一些周期性资产价格上涨的影响。

其次,根据石油输出国组织的数据,一月底的石油库存处于2008年以来的最低位。沙特地区当前的石油产能则处于三十年来高位。这都说明一旦石油供给出现任何问题,都会导致油价加速上涨。

第三,如果观察其他大宗商品的价格走势,我们发现今年以来农产品价格涨幅相对去年而言较小,而美国的天然气价格则一路走低,跌幅超过10%。因此,当前的通胀趋势没有去年明显。石油价格的上涨所带来的能源消费成本提高,在一定程度上被天然气价格的下跌所抵消。

最后,由于没有农产品价格上涨带来的通胀压力,并且出于刺激经济和解决债务危机的需要,全球各大央行都采取着宽松货币政策。全球采购经理人指数也处于一个较好的上升通道。因此,上涨的油价还不至于令各大央行改变其宽松的政策导向。

综合来看,目前的油价上涨主要来源于需求的增长,并未对经济增长产生太多的负面影响,经济仍然处于良性的周期性上升通道中。因此,油价上涨不一定总是给经济带来负面冲击。

同时,在油价上涨的过程中,也孕育着投资机会。随着汽油内燃机的出现,石油作为人类主要的能源品已有将近一个半世纪的历史。随着石油可开采年数减少和价格不断上涨,国际社会开始发掘更多的新兴能源作为石油替代品,风能、太阳能、水电,以及对页岩气的开采利用,产生许多新的投资机会。所以,油价上涨时期尤其应该重点发掘新兴能源行业的投资机会。

首先,就目前的情况来看,本轮油价上涨并非供给层面出现问题。现代生活最重要的能源石油来自中东地区。去年油价的上涨与中东地区局势,特别是利比亚的战争导致供给减少有很

大关联。虽然今年伊朗局势依然紧张,但并没有发生任何实质性的石油输出问题,市场波动也与中东局势基本没有关联,主要是受到市场的过度恐慌情绪,以及其他一些周期性资产价格上涨的影响。

其次,根据石油输出国组织的数据,一月底的石油库存处于2008年以来的最低位。沙特地区当前的石油产能则处于三十年来高位。这都说明一旦石油供给出现任何问题,都会导致油价加速上涨。

第三,如果观察其他大宗商品的价格走势,我们发现今年以来农产品价格涨幅相对去年而言较小,而美国的天然气价格则一路走低,跌幅超过10%。因此,当前的通胀趋势没有去年明显。石油价格的上涨所带来的能源消费成本提高,在一定程度上被天然气价格的下跌所抵消。

最后,由于没有农产品价格上涨带来的通胀压力,并且出于刺激经济和解决债务危机的需要,全球各大央行都采取着宽松货币政策。全球采购经理人指数也处于一个较好的上升通道。因此,上涨的油价还不至于令各大央行改变其宽松的政策导向。

综合来看,目前的油价上涨主要来源于需求的增长,并未对经济增长产生太多的负面影响,经济仍然处于良性的周期性上升通道中。因此,油价上涨不一定总是给经济带来负面冲击。

同时,在油价上涨的过程中,也孕育着投资机会。随着汽油内燃机的出现,石油作为人类主要的能源品已有将近一个半世纪的历史。随着石油可开采年数减少和价格不断上涨,国际社会开始发掘更多的新兴能源作为石油替代品,风能、太阳能、水电,以及对页岩气的开采利用,产生许多新的投资机会。所以,油价上涨时期尤其应该重点发掘新兴能源行业的投资机会。

首先,就目前的情况来看,本轮油价上涨并非供给层面出现问题。现代生活最重要的能源石油来自中东地区。去年油价的上涨与中东地区局势,特别是利比亚的战争导致供给减少有很

揭开西部证券“高市盈率发行”的面纱

作为今年资本市场迎来的第一只券商股,西部证券IPO发行得到了市场的关注和热议。

据了解,本次发行共有51家询价对象管理的92个配售对象参与了询价,发行价格8.7元之上的超额认购倍数为88倍,对应2011年静态市盈率4833倍,有19家询价机构管理的27家配售对象入围,同时也包含了未披露2011年年报的招商证券、东吴证券等5家上市券商2010年年报的净利润数据。而中证行业静态市盈率数据在每年5月1日前采用第N-2年年度报告财务数据,因此在西部证券询价截止日4月18日公布的中证行业静态市盈率计算基础全部为2010年上市券商的净利润数据。

由于2011年上市券商普遍出现了较大幅度的业绩下滑,净利润较2010年明显下降,因此巨潮行业静态市盈率从数值上(不考虑股本变化)在2012年5月1日前要高于中证静态市盈率,只有在2012年5月1日至2012年12月31日,两者的统计口径才会吻合,披露数据才会趋于一致。2013年1月1日后,随着证券行业2012年年度报告的披露,两者之间的差异又将出现。

根据已经披露的招股说明书,西部证券2010年摊薄后每股收益为0.45元,2011年摊薄后为0.18元,按发行价8.7元计算,其2010年、2011年的静态市盈率分别为1933倍和4833倍。

从中证行业静态市盈率及巨潮行业平均静态市盈率的编制原则来看,笔者认为在2012年5月1日前,中证行业静态市盈率(18.73倍)只包含了样本公司2010年报告财务数据,与其具备可比条件的是西部证券2010年静态市盈率(1933倍),两者比较接近,西部证券溢价率仅为32.0%。而证券行业2011年静态市盈率因无直接可参照指数,笔者参考目前已披露2011年年报的广发证券、海通证券等11家(东北证券虽已披露2011年年报,但因亏损被剔除,中信证券因2011年净利润主要来自华夏基金处置收益,已不具备对比意义)上市券商的净利润数据,按照中证指数编制规则ΣA股总市值/Σ年度报告A股净利润模拟计算出2011年行业静态市盈率为4124倍,而西部证券2011年4833倍的静态市盈率较笔者按同口径静态市盈率指数编制规则计算出来的2011年行业静态市盈率溢价率仅为17.19%。

下面我们再来看看滚动市盈率

的情况:

中证行业滚动市盈率ΣA股总市值/Σ过去4个季度A股净利润;巨潮行业平均滚动市盈率Σ上市公司总市值/Σ上市公司最近四个季度净利润。

中证行业滚动市盈率的指标在5月1日之前采用第N-1年前3季度财务数据与第N-2年第四季度财务数据之和;5月1日(含)至9月1日之前采用当年第1季度财务与第N-1年第2、3、4季度财务数据之和;9月1日(含)至11月1日之前采用当年中期报告财务数据与第N-1年第3、4季度财务数据之和;11月1日(含)至次年5月1日之前采用本年度前3季度财务数据与上年度第4季度财务数据之和。而巨潮行业滚动市盈率数据采用指标公告日前已披露的最近四个季度财务数据进行计算。

计算中证行业滚动市盈率时,分母数据每年仅在5月1日、9月1日、11月1日更新;而计算巨潮行业滚动市盈率时,分母数据随上市公司最新披露的财务数据实时更新。由于2011年证券行业整体经营业绩相比2010年大幅下滑,因此西部证券公告时选取的4月18日巨潮行业滚动市盈率,计入了已披露2011年年报的中信证券、海通证券等12家上市券商的当年四个季度的净利润数据,而中证行业滚动市盈率在4月18日仍选取前上市券商2010年第四季度及2011年前三季度的净利润数据,因此计算巨潮行业滚动市盈率时其分母较中证行业滚动市盈率就会高于中证行业滚动市盈率。反之,当行业经营业绩单边上升时,同时期巨潮行业滚动市盈率的计算分母较中证大,对应行业滚动市盈率就会低于中证滚动市盈率。

西部证券公布的投资风险特别公告中提到,比照中证行业滚动市盈率的计算方法,西部证券8.7元的定价所对应的滚动市盈率为25.59倍,相对于中证行业滚动市盈率22.64倍、巨潮行业滚动市盈率25.45倍,溢价率只有13.03%、0.55%。

初看西部证券公布的发行市盈率4833倍,远高于行业平均市盈率,但相关市盈率指标经过同口径化处理后再比较,笔者发现,其发行市盈率仅略高于证券行业平均水平。

同时笔者也关注到一种现象,即上

市券商估值差异过大:

首先,不同上市券商公司之间市值估值差异很大。以2012年4月18日股票收盘价,按照2010年业绩计算的上市券商市盈率水平区间为13.04倍(中信证券)至54.59倍(太平洋),其中:市值大于300亿元的大型上市券商加权平均市盈率水平在17.52倍;市值小于300亿元的券商加权平均市盈率水平为25.43倍,而市值小于200亿元的券商加权平均市盈率则进一步提高到31.88倍。再看2011年的情况,按照已经披露2011年业绩的12家券商计算的市盈率水平区间为11.73倍(中信证券)-201.76倍(国海证券),其中:市值大于300亿元的大型上市券商,其加权平均市盈率为19.27倍;市值小于300亿元的上市券商加权平均市盈率水平大幅提高为59.33倍;而市值小于200亿元的中小券商的加权平均市盈率则达到了90.59倍。

以上数据可以看出,不同上市券商的估值分化较大,市盈率水平与券商市值是成明显反比关系的,即市值越小,其对应市盈率水平越高。

其次,同一上市券商不同年度之间的市盈率水平差异也很大。因国内券商行业具有强周期性的特点,业绩波动性较大,导致上市券商不同年度之间的市盈率水平也存在较大差异。国海证券4月18日收盘价对应2010年及2011年市盈率分别为33.75倍及201.76倍数,市盈率水平差异近5倍,方正证券及西南证券对应市盈率水平差异也超过2倍以上。总体而言,市值超过300亿元的中信、广发、海通、光大市盈率变化幅度相对较低,加权平均市盈率2011年较2010年提高了10%左右,市值小于300亿元券商市盈率水平变化差异较大,其2011年加权平均市盈率较2010年提高幅度达到149.54%,市值较小的中小型券商的市盈率弹性水平远远高于市值超过300亿元的大型券商。

投资者为什么会报出这么高的价格呢?笔者随机询问了几位投资经理,他们表示报价主要考虑到以下因素:首先,西部证券是盈利能力和区域优势较为明显的券商。受益于西部经济崛起,业务扩展空间广阔;公司成立11年来连续盈利,充分说明了其经营稳健;经纪业务雄踞陕西龙头,客户深挖和网点的优化为公司增长提供了新动力;创新业

务开始布局,投行业务在中小板及创业板项目大幅增加的同时,新三板储备项目数量居于业内第二名;融资融券、直接等业务也即将启航;控股西部期货和纽银梅西部基金、金融平台的搭建已然初具规模;其次,4月份以来,券商行业利好频出,证监会降低券商自营、资管和经纪三大业务风险资本准备比例,约释放出400亿元的净资本,将放大券商业务空间,对西部证券带来直接利好;再次,券商创新业务大会将于5月6日召开,集中讨论券商业务创新,券商行业未来产品将极大丰富,新三板、指数期权、转融通等一系列创新业务即将登场,对我国证券行业发展具有重大促进作用。

数位投资经理表示,西部证券本次发行规模仅2亿股,发行后总股本12亿股,在券商行业中股本规模偏小,公司基本面良好,行业成长潜力较大。IPO后传统业务和创新业务将获得快速增长,公司业绩弹性较大,是一个较好的投资标的。

综上所述,本次发行价格8.7元对应市盈率较同行业市盈率指标溢价幅度较高是因为计算市盈率的口径不一致造成的;本次发行对比同口径的市盈率水平较同行业市盈率水平大幅下降,但是仍然超过同行业市盈率水平,投资者之所以接受超过同行业市盈率水平的定价,是因为投资者对公司投资价值有所认可。

但是西部证券虽然有所谓以上种种优势,但除上面提到的证券市场周期性较强,盈利能力波动性较大的风险外,仍存在其他一些投资风险因素,需要投资者特别注意:

首先,投资者需关注经济环境的变化可能对发行人经营业绩、财务状况及发展前景产生不利影响。近年来宏观经济的高速发展使人们对中国的经济发展和证券市场普遍存在着较高的预期,但若某些突发事件的发生导致宏观经济出现持续低迷,各项基于中国经济良性发展的预期都将变得不具有参考性;此外,宏观经济调控措施和经济环境自身的波动性,也会导致证券业发展速度放慢,发行人的经营业绩、财务状况及发展前景可能会因此受到不利影响。

其次,投资者需关注发行人在经纪、自营、资产管理及投资银行等证券业务存在业务风险。经纪业务方面,随

着未来竞争环境的恶化及交易者交易习惯的成熟,佣金费率的及市场交易量的降低,经纪业务收入存在不确定性;自营业务方面,仍存在因投资产品本身内含风险、证券市场异常波动、因证券投资品种选择不当、证券买卖时机把握不准、资产组合不合理等投资决策失误而遭受损失的风险;理财业务方面,发行人存在因资产管理措施不恰当、风险对冲机制不健全等因素对资产管理业务产生不利影响的;投行业务方面,发行人存在因发行方式、承销承诺、市场判断等因素发生变化对投资银行业务产生不利影响的。以上业务风险的存在,对公司的营收造成一定负面影响,发行人经营业绩存在较大的不确定性。

再次,投资者需关注发行人存在业务高度集中的风险。2009-2011年度,发行人证券经纪业务收入占营业收入的比例虽然有所下降,但仍超过3/4,尤其是证券经纪业务收入占全部经纪业务收入的比重三年均超过85%。如果发行人在陕西省的经纪业务竞争力出现明显下降,发行人的经营业绩可能会遭受不利影响。

最后,投资者需关注发行人在发行完成后净资产收益率下降的风险。本次发行完成后,西部证券净资产用于补充增加。本次募集资金净额全部用于补充公司营运资金,资金使用产生效益都要经过一个合理的周期,且产生效益的情况受到市场、政策变动等多方面因素的影响。因此募集资金投入后产生收益的大小及周期具有一定的不确定性,存在由于净资产增长而导致净资产收益率下降的风险。

投资者要获得收益,最好从多个角度对上市公司进行评判,其中估值高低参照的主要的指标之一就是公司所处行业平均市盈率,中证及巨潮发布的行业市盈率指标,给广大投资者提供了很好的拐杖,能够帮助投资者判断公司的相对价值,但投资人不能局限于表面化的简单比较,而要深层次同口径对比;同时,也不能仅仅关注市盈率