

利空渐尽 A股呈现筑底迹象

□安信基金研究部总经理 占冠良

6月份的A股表面上偏弱震荡而乏善可陈,然而几度利空袭来最终有惊无险,显示出了市场已经建立了较强的支撑力,已经有了比较明显的筑底意味。短期而言,市场正处于利空出尽而利好朦胧预期的阶段,有利于选股型选手挖掘结构性机会。

两大考验利空出尽

在刚刚过去的6月里,A股市场经受了两次大的考验,而且无论是A股未纳入MSCI指数还是英国公投脱欧,都远远超出了市场此前的预期,盘面上也受到了冲击。

不过令人欣慰的是,这两次“黑天鹅”式冲击都只是造成了单日巨幅震荡,之后市场缓步向上,表现出较强的支撑和韧性。而且,6月份的交易量明显优于5月份,显示市场投资者的参与积极性在提高。

A股未纳入MSCI指数”对市场的影响其实更多体现在心理层面。稍早前市场预期A股入MSCI,更多是为寻求做多的一个信心支持。毕竟,A股即便顺利纳入MSCI,要发生实质性的国际指数基金资金流入也要等到2017年年中,并不会立竿见影地出现大量海外资金充当“解放军”的情况。反之,纳入失败也并不改变A股本身的基本面因素和市场格局,不会在根本上影响市场的资金状况,更多的只是作用于市场短期情绪。

英国公投脱欧”对于金融市场的影响比较大,公投后的外盘走势是有点超预期的。原因在于英国脱欧后的经济和金融还是会受到潜在的负面影响甚至冲击,然而英国股市却在大幅两日之后强势反弹并创出小新高。

如何理解这一超预期的走势?是英镑大



幅贬值后的相对竞争优势预期,抑或是全市场一致认为英国脱欧后的各国决策审慎性加强甚至更激进?从德法等股市的近似走势,我们认为后者的解释更存在合理性。

基于公投之后这一段时间来的市场表现,如果外盘的市场逻辑在未来一段时间不发生重大改变,英国脱欧事件对A股的影响短期可以认定为基本消失。反之,则需要对市场逻辑进行重新评估。中长期而言英国如果脱欧成功,其深远影响会波及到A股市场,不过可能缺乏显性冲击,而体现在其他相对隐性的方面。

传统板块或成下阶段重点

A股市场素来看重预期,市场短期正处在利空出尽而利好朦胧预期的阶段。英国公投脱欧后,美联储年内加息可能性已大幅度

降低,甚至降息的可能性有所提高。全球金融市场对继续量化宽松的预期再次升温。

国内经济依旧疲弱,6月份PMI环比下降至50,站上荣枯线分界线,尤其民间投资大幅度下行是市场需求不旺、经济缺乏活力的重要表现和担忧焦点。但是政策对经济托底的惯性仍在,这也将提升当前市场对再次降准甚至降息的预期,虽然预期仍然不高。

总体而言,A股市场短期比较适合挖掘结构性机会。若有一定的利好兑现,很可能进一步提振投资者的信心,行情则将显著性呈现展开。

前期市场的结构性机会挖掘点更多在于中小创为代表的成长股,成长股作为经济转型的自然趋势,会是持续的资金聚集点。不过,在一定的阶段内,也不排除市场结构分化有所逆转。比如说,供给侧改革和国企改革两大主题近期的新动向值得关注。

G20峰会将于9月份在杭州召开,临近区域的部分重工业产能在此期间或提前检修关闭,再联系到近期部分省份的一把手更换及权威人士强调的供给侧改革攻坚年,可预见供给侧改革的力度可能加大。同时,宝钢武钢于近期宣布重组,结合最新国企改革座谈会上指示的精神,后续可能再次掀起国企改革两大主题近期的新动向值得关注。

另外一个需要注意的是近期大宗商品期货价格上涨,令市场投资者再次关注资源品周期股。若供给侧改革继续攻坚落实,对供需结构乃至资源品价格形成边际上的正面支持,不排除资源品行业出现超预期的行情。若再能配合陆续出现更多的国企改革重组事件,尤其是出现市场认可的国企改革方案,传统板块有望再次成为市场行情的重点。

新环境下的并购定增——最好的年代还是最坏的年代?



□时代伯乐并购定增业务投资总监 丁洋

太热就必须降降温,最近监管层的政策有较为明显的降温措施,站在资本市场风中的我们,禁不住会问:并购定增还能做吗?还做好吗?还怎么做呢?

对于监管风向,有两点需要注意,一是此前中国证监会副主席姜洋2016年6月12日在上海曾表示:“加强对忽悠式跟风式重组的监管,老老实实做好主业。发展资本市场,必须始终坚持服务实体经济的根本宗旨,决不能‘脱实向虚’,更不能‘自娱自乐’,否则,资本市场就会成为‘无本之木’、‘无源之水’,同时要让资本市场更好地服务实体经济,首要任务就是要夯实市场发展的基础。”

证监会旨在通过对上市公司的并购重组监管,引导上市公司规范运作,做强主营业务,夯实业绩。从监管方面的表态看,今后监管最大的针对对象,就是“看不懂式”重组。仅举个乌托邦式的例子,一家平台型轻资产互联网公司,其活跃客户数和APP留存率可观,因此在众多VC眼里该互联网公司可能估值不低,但却还处于烧钱阶段(也就是大量消费运营资金的阶段)。我们假设一家正在谋求转变的上市公司意欲支付股份来收购这一互联网公司(发行股份购买资产),双方拟将互联网业务和上市公司现有业务进行整合,但在发展过程中,仍需要不少营运资金来支持互联网公司的运营(配套融资补流),那么,在新政规范下,这一重组基本不可同时募集资金,尽管可以在未来开展定增,但在目前审核和发行节奏下,一年以后再到账的定增资金能否支撑互联网一轮烧钱的速度,就难保证了。

因此,国内一些烧钱阶段的互联网公司靠重组募资,就显得阻力重重了。一句话:要收购可以,得收好的东西,有产业支撑的,能挣钱的,不要虚头巴脑的。这肯定是好事,也是中小股民们愿意真正看到的!

其次,需要注意的是,《上市公司重大资产重组管理办法》第四十四条规定:“募集配套资金的用途有何要求?答:考虑到募集资金的配套性,所募资金仅可用于:支付本次并购交易中的现金对价;支付本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用;投入标的资产在建项目建设。募集配套资金不能用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。”

从上述条文看,证监会在方式上对近两年热得发烫的发行股份购买资产配套融资上,做了收紧规定。但这只是对资产端的收紧,而对募投项目(资本市场想象力小点的)产业投资的,还是留了开口的。

资金和项目总是要有出口和进口。事实上,监管在收紧上述口子的同时,近期现金直接收购再发定增的案例开始增多:5月26日的新大陆6.8亿元现金收购国通星驿网络、华谊嘉信5月27日公告预案5.8亿元现金收购凯铭风尚等。现金收购对上市公司的账面资金提出了更高的要求,因此并购资金的杠杆融资显得愈发重要,这将直接刺激并购贷款业务和并购基金的加速发展。即使对于证监会所审慎对待的跨界并购问题上,上市公司也可通过并购基金来培育看好的非同行业标的,一样可以先到先得。

至于未来并购定增市场发展,可以从两个维度去看,一是IPO节奏,截至2016年6月,IPO在审企业数量近700家。按照目前的 market 环境和审核节奏,仅消化目前排队企业家数,预计需要3年时间,加之企业前期的辅导、改制、规范2-3年,以及上市后的股份锁定期限制,对一家拟IPO企业从投资到退出,一般需要5年以上的时间。在这一背景下,通过上市公司并购实现退出,以其显著的时间优势和可期的较高溢价,已成为目前财务投资及产业投资的主流退出方式。

二是与海外市场相比,目前中国并购基金的新增占比依然较低,发展潜力大。清科研究中心数据显示,2015年的新募集基金为185只,不到中国私募股权投资市场新募基金的10%;而在欧美成熟的市场,PE基金中超过50%都是并购基金。

可以预见的是,对于中国的资本市场,首先,在未来相当长一段时间内仍然摆脱不了一、二级市场高溢价套利的机会;其次,各行业企业自身发展中产业整合的刚需。所以在中国资本市场体制改革完善前,资本市场供给端和需求端还处于严重不匹配的现状下,可以预见在未来相当长一段时间内:收购兼并仍将是中国企业最重要的资本运作手段。

港股三季度或现阶段性机会

□景顺长城大中华混基基金经理 周寒颖

在全球经济下行,各国纷纷拉出印钞机大肆放水的大环境下,低息环境将会是未来一段时期的主旋律。国内去年也是一连多次下调存款利率,现在一年期的定存利率已经低至1.5%,这一水平已经低于港股市场恒生指数平均3.9%的股息率。这意味着,买入一只恒生指数成分股,不涨不跌,股息率高出定存的收益率。更何况,股票自身还具有一定的成长性。

挑选其中10只高股息低波动股票,回溯2007-2015年历史表现,平均收益率13%,尤其是在2008年金融危机、2011年欧债危机后买入并持有,年回报远远优于大盘整体。对于大部分投资者而言,如何利用港股通投资港股价值洼地呢,笔者试图用一个比较长的故事,讲讲我所投资的港股。

港股估值“全球最便宜”

如果你投资A股,大多数时间可以浸淫在各式各样的消息之中,大到宏观政策,小到空穴来风,无论好坏,都会听到一点异动,A股的“风”从不停歇;而当我们投资于港股,特别是一般投资者,对他们来说,香港的消息似乎很难飞跃深圳河,我们如何利用沪港通港股通投资这片价值洼地呢?先从上半年港股经历了什么说起。

相较于一季度的坏消息笼罩全球股市普遍下跌,刚刚过去的二季度是经济数据好坏参半,风险事件此起彼伏,避险资产大幅上涨的三个月。第二季度,MSCI金龙指数(包括中国B股、H股、红筹股、民企股以及香港和台湾股票)期间收益率-0.93%,恒生指数收益率-0.04%;期间人民币汇率相对美元贬值2.55%,而商品大涨,黄金现货、白银现货、ICE原油、CBOT大豆等涨势一片。利率持续走低和避险情绪升温成为市场的共识。

4月上旬伴随宏观经济企稳,盈利预期开始出现环比改善,企业盈利预期下调出现收敛。港股电讯、交运、日常消费、公用事业



是下调幅度最小的防御性行业,地产、工业品、综合、硬件与传媒下调幅度最大。

5月中旬,美国6月加息预期推迟,市场迎来反弹。但人民币贬值阴影没有消除,加上港股估值洼地满足高净值人士和机构避险需求,港股通加速流入。截至6月30日港股通额度剩余579亿元,预计7月-8月港股通额度告罄。这部分南下资金主要配置港股恒生指数权重股以及高息低风险资产,集中在腾讯、银行、公用事业。

截至7月2日,港股仍然是全球最便宜的市场。市盈率10.32倍,市净率1.07倍,股利收益率3.93,ROE12.33。纵向看,港股目前10.32倍的市盈率甚至低于2008年的12.9倍。

掘金港股“价值洼地”

伴随MSCI延迟纳入A股、英国公投脱欧以52%胜出超出市场普遍的留欧预期、造成全球主要股市大跌以及汇市震荡。英国宣布脱欧之后,港股恒生指数巨震6.57%。但市场是乐观的,美国加息预期迅速减弱,市场

情绪迅速修复带动全球指数6月最后一周反弹,填平英国脱欧带来的影响。

乐观派认为英国脱欧有2年的缓冲期,对经济不会造成即时的直接影响,而悲观派认为英国脱欧公投成功只是个开始,往后欧盟将面临更为严峻的谈判博弈,成员国如意大利、西班牙债务问题等,需要欧盟采取行动改变现状。

我们预期政治不确定性的短期风险将体现到汇率上,英镑欧元贬值,美元被动升值,人民币贬值将是悬在投资者头顶上的达摩利斯之剑,弱风险偏好下市场延续震荡。对股票投资而言,降低英镑欧元等外汇风险资产,提高组合的抗风险能力显得尤为重要。

不同于A股,港股80%以上是机构投资者,估值体系稳定,多空机制较为成熟。从港股过去20年历史经验来看,高分红、低波动、品质、分析师情绪以及价值等构成港股投资者主体风格。金融类资产(房地产、银行、保险、券商、综合金融集团)占到恒生指数56%权重,长期与宏观经济息息相关,短期跟港股流动性直接相关,是增量资金与存量博弈的体现。港股通南下资金对于港股来说是增量资金,QDII中资机构和海外投资者是存量资金,在QDII额度受限和海外投资者避险低配背景下,存量资金难有大的贡献。

下半年经济基本面表现平稳,市场的主要上行机会来自供给侧相关的改革,下行风险包括海外事件(如英国公投退出欧盟、美国大选)对国内的阶段性影响,四季度经济放缓叠加过剩产能信用债到期高峰,带动信用风险再度上升等。

展望第三季度,7月沪港通港股通的高息低风险资产受益资金持续流入,8月围绕上市公司中报超预期、8-9月深港通宣布开通预期等因素,大中市值且拥有良好成长前景的个股将受益流动性改善,建议投资者把握第三季度港股阶段性机会。中期来看,我们青睐业务全球化布局、行业前景良好、竞争地位领先、管理层稳固的中国企业。