

拨开股票回购迷雾

本报记者 姚进



Wind 数据显示，2013年A股开展股票回购行为的上市公司达到100家，而这个数字在2012年与2011年都为2家，在2009年仅有1家。对于股票回购，有券商说，旨在稳定公司股份，彰显长期信心。站在投资者的角度，该如何看待这一行为？

突破性增长

股票回购是指上市公司利用现金等方式，从股票市场上购回该公司发行在外的、一定数额的股票的行为。回购在国外股票市场上由来已久。在2013年国内A股开展股票回购的百家上市公司中，完成的有62家，占比超过六成。

“2013年上市公司股票回购出现了爆炸性的增长，过去20多年里上市公司很少进行股票回购的行为将逐步得到逆转。”对此，众禄基金研究中心研究员表示，尤其是证监会与国资委等相关部门负

责人前期均表态支持上市公司、特别是有条件的央企进行股票回购，一定程度上激发了上市公司进行股票回购的热情。

上市公司为什么开展股票回购？监测历史数据可以发现，在股市下挫以及估值水平处于低位时回购活动更为频繁。

一般而言，股票回购的目的在于反收购措施（在国外比较常用）、改善资本结构和稳定公司的股价。数米基金研究中心研究员郭寅指出，目前这些公司进行的股票回购主要目的则在于稳定股价。“我们

积极信号

“上市公司进行股票回购的目的之一是向市场传递被低估的信号，通过股票回购，可以减少外部流通股的数量，从而提高股票价格。”郭寅表示，以浙江永强为例，在2012年10月26日至2013年4月26日这半年期间，浙江永强进行了股票回购，回购价格是6.25元/股，而在回购期间平均股价升至8.9元/股。“1月3日该股票价格为10.97元，因此可以说该回购还是成功的。”

股票回购往往被看作是触底信号或是积极指标，对于回购后股价表现的分析，可以看出中长期可能带来具有吸引力的超额收

益。中金公司曾以香港市场所有进行过股票回购的公司为例分析，如果在回购行为后购入股票，投资者一年内的平均超额收益（相对于恒生指数）达到30%；这一结论也能在美国市场得到证实，投资进行过回购的股票一年内超额收益近10%（相对于标普500）。

普通投资者往往比较注重股票的涨跌，而常常忽略股票回购这种行为。数据显示，回购活动较活跃的公司包括联想集团、腾讯控股、金鹰商贸集团和雅居乐房产，其累计回购规模占目前总流通股本的

1%至24%。

“股指迭创新低不仅可以激发大股东增持的热情，也使得两市回购动能明显释放。”众禄基金研究中心研究员展望趋势时表示，2013年股指继续呈现弱势格局，并一度创出2009年1月份之后新低，同时也意味着产业资本认为当前股价已经严重被低估。“市场处于底部区域给股票回购带来好时机，2014年A股市场将面临IPO重启、资金面紧张以及改革的短期阵痛，大的趋势性机会出现概率较低，一旦市场继续探底，股票回购将会继续呈现活跃。”

风险与机会

进行股票回购的最终目的是为了增加公司的价值，增强投资者的信心。众禄基金研究中心研究员表示，结合2013年的股票回购情况来看，基本上都达到了回购的目的。

以江淮汽车为例，2012年11月6日披露《安徽江淮汽车股份有限公司回购报告书》，并于2012年11月6日首次实施了回购。截至2013年10月12日，公司回购股数量为3830809股，占公司总股本的0.3%，至2013年10月14日，股价收盘报收9.70元，较首次回购当天上涨84.41%。

但是从历史数据上来看，并不能说只要参与回购了的股票都是好股票。比如，2011年5月17日，宁波华翔董事会提出以不超过2亿元、价格不高于14.5元/股的

条件，回购不超过1379万股公司股份。消息公布当天，宁波华翔以上涨6.02%报收。当年11月30日，宁波华翔回购期满，此后发布的公告显示，公司总计回购1394万股，超额完成计划。但由于当年5月以后公司股价一路下滑，至回购期满跌幅超过25%，因此公司反而只花费了约1.44亿元。回购期满后，宁波华翔的股价表现更差。2011年12月，宁波华翔出现断崖式下跌，年底收盘价仅为7.20元，较当年5月提出的回购价上限已经“腰斩”。

“因此，投资者还是应该保持警惕的心态，结合宏观经济、行业景气程度和个股本身进行分析之后再作决定。”郭寅建议。“一般来说，投资者只要在公司的回购均价以下介入，就能大大增加日后

操作的主动权和获利的可能性。对于事先已持有相关公司股票的投资人来说，可借回购利好消息发布后股价冲高之机选择获利了结，而事先未持有相关股票的投资者可以耐心等待股价下跌后再适当低吸。”众禄基金研究中心研究员认为，股票回购带来的投资机会一般都是“大机会、小风险”，且较为适合普通投资者操作。

业内人士表示，当公司想回购股票时，可能会发布公司的利空消息来打压股价，以达到降低回购成本的目的，而当股价较高时，公司发行股票时提高发行价格，令投资者利益受损。另外，回购价格高于市场价格的要约回购会造成股东财富的再分配，可能会令部分股东利益受损。

QDII基金“撑杆跳”

众禄基金研究中心 朱炎剑

去年QDII基金的成绩分化现象明显，有可比数据的68只QDII基金平均收益5.42%，其中有40只基金获利，28只基金亏损。全年盈利最大的基金为广发亚太精选，涨幅43.43%，亏损幅度最大的为易方达黄金主题，净值损失近三成。

在众多QDII基金中，不难发现这样的投资逻辑：除了关注产品本身，更须研究其挂钩标的。

去年股票型QDII基金和欧美整体表现强劲、新兴市场业绩分化有关。在量化宽松政策支持下，2013年美股表现强劲，道琼斯指数上涨26.50%，纳斯达克指数上涨38.32%。同时，欧洲国家逐步走出主权债务危机阴影，欧洲股票市场指数——泛欧斯托克600指数上涨17.37%。

2013年成熟市场股票资产投资回报率高达20.25%，位居所有类别资产回报率首位，而黄金资产价格下跌近三成。但如果盲目追寻上一年的高收益产品，未必能获

得不错的收益。2012年曾一度上涨超过20%的新兴市场QDII基金2013年表现明显偏弱，招商标普金砖四国、建信新兴市场优选等均录得不同程度亏损，其中中国投瑞新兴市场净值下跌11.72%。

展望2014年，股票型QDII基金以及高收益债券型QDII基金值得关注，一些关键因素为这两类产品提供了支撑。

从制造业与地产景气指数来看，美国、日本以及欧洲等主要经济体经济温和复苏。

美国工业产能利用率回到历史较高水平，日本出口贸易在日元贬值策略支持下逐渐回暖，多项经济数据表明发达国家经济基本面正在增强。同时，流动性支持也将获得保障，廉价资金仍将继续流入股票等高风险资产。全球各大央行2014年将继续向金融市场提供流动性支持，美联储强调在较长一段时间将维持低利率政策。

高收益债券仍将是稳健型投资者的宠

儿。随着全球经济温和复苏，高收益债券信用利差有望进一步收窄，2014年高收益债券仍有较大的投资价值。受QE退出预期等因素影响，2014年全球基准利率美国10年期国债收益率或会进一步抬升，美国国债可能延续弱势格局，稳健型投资者可以重点关注相关QDII基金。

综合来看，2014年海外股票资产投资回报仍将领先其他类别资产。风险偏好较高的投资者可以选择主动管理能力较强的股票型QDII基金长线持有，分散区域投资风险，如交银环球精选、广发亚太精选等。同时，亦可通过博时标普500ETF、国泰纳斯达克100ETF、华夏恒生ETF等指数基金捕捉海外股票市场阶段型投资机会。稳健型投资者可以重点关注华夏海外收益、鹏华全球高收益债等以高收益债为投资标的的债券型基金。另外，对于黄金主题基金以及资源行业主题基金，投资者仍需保持谨慎。

何处寻股 同仁堂

老字号的新机会

本报记者 何川

“中药行业主要包括中药材、中药饮片、中成药等细分领域。在政策扶持力度增强和养老产业快速发展的大环境下，未来我国中药行业发展空间非常广阔。”中投顾问医药行业研究员许玲妮表示，近些年我国中药行业年产值呈逐步上升态势，2012年我国中药产业产值已达5750亿元，预计2015年有望突破1万亿元。

作为中药行业的老字号，同仁堂是集生产、销售、科研、配送一条龙的中成药产品公司。从公司业绩上看，2010年至2012年，其净利润分别同比增长20.18%、27.63%和30.13%。2013年三季度显示，公司实现主营收入和净利润比上年同期分别增长14.2%、15.93%。截至2月25日，11家机构对其2013年度净利润平均预测为6.7亿元，摊薄每股收益为0.5163元，公司净利润相比上年增幅为18.74%。

“受‘三公消费’趋紧影响，2013年三季度公司毛利率较高的贵细中药保健品销售减缓，导致公司零售商业业务增速下滑。”光大证券分析师江维娜表示，但公司工业经营情况平稳，六味地黄丸、安宫牛黄丸等核心品种需求稳定。

尽管同仁堂业绩增速有放缓迹象，但不少分析人士认为，作为中药行业OTC（非处方药物）市场龙头，同仁堂拥有行业无法复制的品牌优势和技术资源，未来有望受益于价格监管政策转变以及国企改革带来的红利，公司经营将逐步改善。

“目前正在讨论中的‘低价药目录’有望给公司带来利好。未来监管层若容许对部分低价药品自主定价，则公司大批低价药有望依靠品牌优势，实现溢价销售。”国泰君安证券分析师赵欢说。

另外，同仁堂集团是北京市国资委控股企业，而国企改革已成为今年

来资本市场的热点题材。赵欢表示，对于充分竞争的医药行业国企而言，改革有望为公司激励机制和销售经营注入活力，提升公司业绩，促进同仁堂品牌价值的放大。

但从二级市场上看，同仁堂年初以来的表现欠佳。截至2月26日收盘，同仁堂股价下跌了13.04%，跑输了上涨14.01%的医药生物行业指数（申万）。在整个55家上市公司的中药子板块中，其涨幅居末。随着近期股价大幅调整，公司估值已回落至历史中位，维持在38倍的水平，低于44倍的中药板块行业中值。

赵欢表示，考虑到公司所拥有的品牌和品种，在其业绩增速回落至20%左右的背景下，市场仍给予公司优质资产内含价值的溢价。从主力持仓状况上看，截至去年底，包括30家基金、13家券商集合理财等43家主力机构持有同仁堂，持仓量总计4686万股，占流通A股3.57%。其中，基金持仓与去年9月末相比，增仓的有4家，增持546万股；减仓的有3家，减持141万股。

当前，有13家机构对同仁堂发布评级，整体评级为看涨，但公司面临的不确定性因素仍较多。许玲妮表示，目前国内中药行业在药材种植、药品价格监管、产品流通等方面尚有较多约束。气候环境等因素容易造成中药材价格上涨过快，中成药价格有下调风险，而政策环境也持续影响贵细中药材销售。

“凭借在中药行业的品牌认可度和技术资源，随着公司业绩逐步回升，同仁堂仍是值得长期配置的品种。”赵欢表示，但从中短期来看，该股投资仍需事件性催化剂的推动，比如母公司同仁堂集团优质资产的注入，公司中医药传统人工炮制核心技术“申遗”成功等。

进击的基金 兴全轻资产投资股票型基金

轻基金

本报记者 周琳

兴全轻资产投资股票型基金创立至今已近2年，截至2013年底基金规模超过5亿元。作为国内首只“轻资产”投资理念的主题产品，这只基金的股票仓位一般为60%至95%，其中有80%以上的权益类资产投向轻资产相关公司。

究竟什么是“轻资产”公司？国金证券基金研究中心分析师孙昭杨介绍，轻资产经营是指不过多依赖固定资产或有形资产投资来实现业务扩张的商业模式，以力争摆脱重资产为企业带来的高成本和低效率问题。轻资产公司的竞争力主要来源于无形资产，如品牌、客户关系等，而非来自有形资产，如厂房、原材料、土地、设备等。与钢铁、水泥等固定资产较多的公司相比，电影、动漫等轻资产公司往往资金周转更快、效率更高。

2013年结构性市场行市中，这只基金取得近四成的业绩增长，排在同期339只股票型基金前列，超过同期业绩比较基准44个百分点。根据国金证券最新风险评价报告，兴全轻资产投资股票型基金属于高风险基金，基金各期风险水平一直处于同业中上水平。济安信基金研究中心主任助理田熠认为，这只基金重仓新兴产业类成长个股，具有一定的个股选择和挖掘能力，基金操作风格积极灵活，能够把握市场热点，具有较强的向上弹性。

孙昭杨认为，通过观察轻资产公司特征指标不难发现，这只基金关注的上市公司更加倚重品牌资本和知识产权等轻资产，这类公司符合我国经济转型的逻辑，未来在资本市场上的表现值得期待。

2013年这只基金以“消费升级+新经济”等成长性行业配置为主，同时辅以蓝筹股的投资思路。其中，2013年4季度该基金对信息技术、租赁和商务服务业、金融板块的持有比例分别为18.20%、8.49%、9.11%。该基金现任基金经理陈扬帆认为，“消费升级+新经济”将成为新一代成长股挖掘的战略性领域。今后，将重点看好估值在合理区间内的中高端白酒、生物医药、品牌服饰等行业，以及代表经济转型方向的节能环保、智能城市、人工替代、精密仪器、信息服务、新型材料等领域。

个股选择方面，兴全轻资产投资股票型基金遵循“自中而下”精选个

股的模式，即从细分行业出发，选择景气度比较高而且成长性良好的行业。在公司层面，侧重选择“轻资产”商业模式。因为轻资产经营是一种目前比较流行的商业模式，优秀的公司绝非通过几个财务指标或者估值模型就能筛选出来的。所以，在实际选择中基金经理者既注重多重指标因子的综合评判，也强调实地调研、深入理解公司的商业模式。

从基金实际投资来看，重仓个股成长风格显著。2013年基金重仓股来自于中小板和创业板的个股占比较大，积极成长风格鲜明。其中，重仓股掌趣科技、华谊嘉信、卫宁软件、浪潮信息等单位涨幅分别为397.43%、310.45%、230.37%、220.39%。这类股票一方面符合基金经理“成长穿越周期”的投资理念，另一方面也符合轻资产主题投资的基金契约。

从持股集中度来看，2013年基金重仓股前三大行业平均持股集中度在75%以上，全年各个季度间换股频率体现了基金积极的操作风格。

孙昭杨认为，基金的业绩与公司的投资管理关系紧密。兴业全球基金公司注重风险控制，在不同市场环境、尤其是市场出现转折性变化时，旗下基金在执行大类资产配置上具有较强的稳定性，且取得很好的结果。在继承公司稳健风格的同时，兴全轻资产投资股票型基金的基金经理陈扬帆也融合自身灵活的操作风格和主动的选股操作，给基金业绩锦上添花。

陈扬帆在VC(风投)、PE(私募)行业有过从业经验，目前兼任兴全有机增长混合型基金基金经理。他在投资上比较坚持成长性的投资风格。与多数基金经理自下而上或自下而上精选个股不同，他是自中而下，从细分行业入手挑选个股。挑选的公司多依靠上市公司的内在竞争力来实现增长的，不是靠反复融资和反复投入。他的这种选股方式与兴全轻资产投资股票型基金的产品约定有着较高的契合度。

2014年2月理财产品投向

数据来源：普益财富



风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负