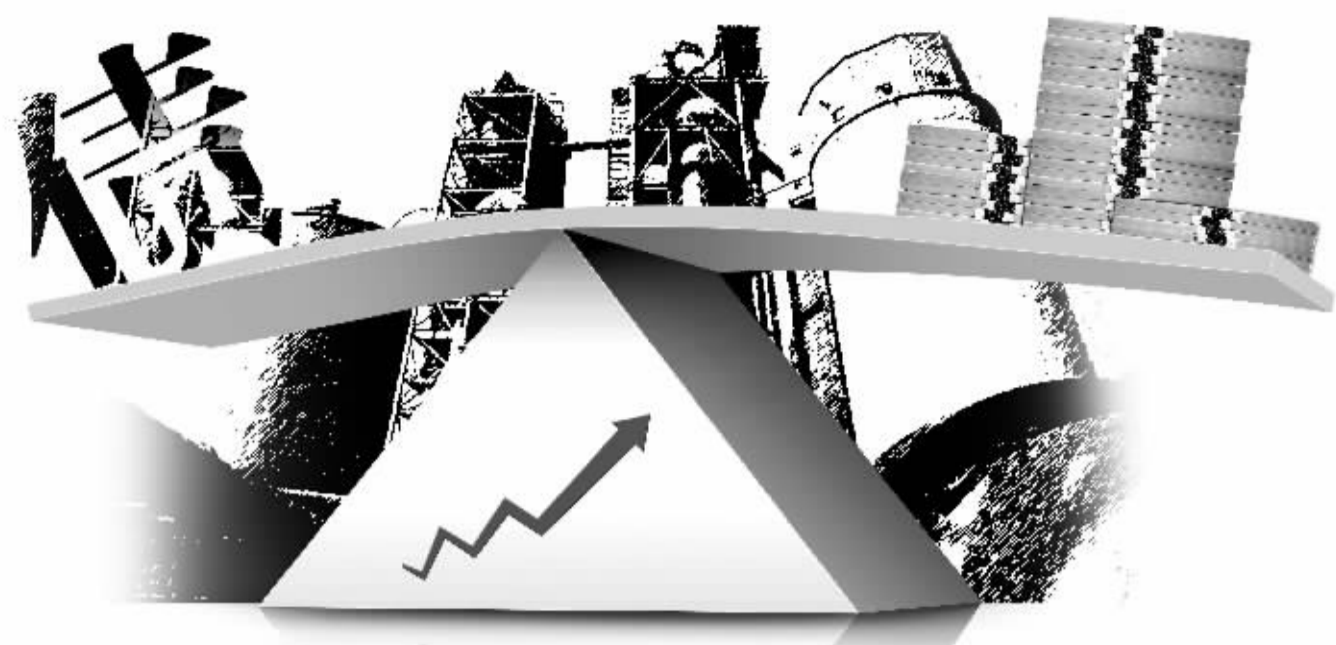


水泥业冬天不再坚硬

中债资信 乔琴 谷仕平



近期,A股21家上市水泥企业以及在交易所市场和银行间市场公开发债的14家发债水泥企业披露了2013年年报及2014年一季度报。从其中主要的20家企业的数据看,2013年全国水泥均价下降,同期煤炭价格下行带来行业成本改善,样本企业营收水平有所增长;2014年一季度水泥均价较上年同期明显改善,行业成本仍维持低位,支撑样本企业2014年一季度营收表现亮丽。预计二季度样本水泥企业的营收水平将继续增长,但涨幅将小于一季度。

价格或平稳运行

受基建、房地产等固定资产投资增速整体下移影响,今年一季度水泥下游需求疲弱。今年一季度全国共产出水泥4.47亿吨,同比增长4.00%,较上年同期下跌4.20个百分点;其中1至2月水泥产量同比增长1.36%,3月份单月产出量同比增长5.9%,水泥下游需求在3月份略有回暖。从区域上看,西北、中南(主要为广东省)、西南地区水泥需求表现优于全国平均水平,华东、东北地区水泥需求基本维持上年同期水平,华北地区水泥需求仍表现较为疲弱。

预计今年全国水泥需求将增长4.63%至8.37%,中性预期约增长6.50%;需求总量为25.26亿吨至26.16亿吨,中性预期约为25.71亿吨。

公开媒体披露,一季度全国新投产熟料生产线11条,新增产能有限;今年全年预计新增熟料产能较上年继续减少,全年行业供给端增速预计小于需求端增速,水泥产能利用水平略有提升,但短期行业产能过剩局面难改。

从价格上分析,一季度水泥价格较年初有所跌落,但平均价格明显高出上年同期。4月份行业传统旺季来临,当期市场表现上,水泥价格整体以平稳为主。考虑到8000亿元铁路投资资金等因素影响具有一定滞后性,二季度水泥行业下游需求或仍延续一季度疲弱的增长,预计水泥价格大幅上调的可能性已较小。

结合水泥行业供需及价格判断,未来短期内,预计20家主要水泥企业营收水平将同比有所增长,但增幅或小于今年一季度;行业固定资产投资高峰已过,对外投资规模将继续减少,未来样本企业债务负担可能稳中略有下降。

受环保关停、雾霾限产等因素影响,华北京津冀地区水泥价格有望上行,蒙晋地区水泥价格仍承压;东北地区水泥需求启动,价格有望小幅回升;华东和中南地区行业自律行为较好,但考虑到当前水泥价格仍高于上年同期,预计后期价格有望稳定在相对高位,广东等需求较好区域则可能在二季度实现价格调涨;西南和西北地区水泥需求尚可,但二季度仍受到产能投放冲击,未来价格可否实现持续增长仍属观察。

各区域企业盈利水平分化

水泥企业盈利表现主要受区域水泥价格走势以及成本等因素影响。分析20家主要水泥上市公司及发债企业,2013年水泥均价较上年有所下降,同期煤炭价格下行带来行业成本改善,样本企业综合盈利水平有所增长;今年一季度水泥均价较上年同期明显改善,行业成本仍维持较低水平,支撑样本企业盈利表现突出。水泥价格的区域分化则带来各区域主要水泥企业盈利水平的分化。

数据显示,2013年20家样本企业营业收入同比增长22.51%,位于河南省的同力水泥营业收入同比下降,其余19家水泥企业营业收入均呈现不同水平增长,位于华东地区的南方水泥、西北地区的祁连山水泥涨幅居前。今年一季度样本企业收入保持良好增长,营业收入同

比增长18.96%,仅四川境内峨山水泥营业收入同比下降,而产能主要布局在中南及华东地区的天瑞水泥和联合水泥涨幅居前。

从利润总额来看,2013年样本企业利润总额同比增长30.88%,70%的样本企业利润总额出现一定上涨,其中位于西北地区的祁连山水泥、宁夏建材涨幅居前;主要布局在河南省的同力水泥、天瑞水泥跌幅较大;2014年一季度样本企业利润总额同比大幅增长263.88%,涨幅创下2012年以来单季度同比涨幅的新高,其中产能主要布局在华东地区的巢东股份、红狮水泥、海螺水泥表现突出,中国中材、福建水泥跌幅较大。

预计今年二季度样本企业的营收水平将继续增长,但涨幅将小于一季度。结合对各区域水泥价格走势判断,产能主要布局在华东、中南地区的部分样本企业良好的盈利水平可期,而主要布局在东北、蒙晋地区部分样本企业营收增长仍面临压力。

债务负担将稳中略降

受益于样本企业整体盈利水平的增长,2013年及今年一季度,样本企业实现经营活动现金流净额总和分别为438.66亿元和86.17亿元,分别同比增长41.82%和75.32%,样本企业现金收入比平均值分别为99.57%和121.53%,整体经营获现状况较好。从投资活动现金流来看,在行业整体新投产产能放缓情况下,样本企业2013年及今年一季度投资活动现金流出额总和分别为450.06亿元和70.03亿元,分别同比下降11.70个百分点和23.97个百分点,在行业整体产能过剩的情况下,行业固定资产投资高峰已过,预计未来短期样本企业投资活动现金支出规模将继续放缓。

2013年末样本企业平均资产负债率为56.36%,平均全部债务资本化比率为46.20%,较2013年三季度末继续下降;今年一季度,随着盈利水平的改善以及全部债务规模增幅降低,3月末样本企业平均资产负债率为56.31%,平均全部债务资本化比率为45.85%,债务负担呈稳中下降态势。

众所周知,国外高收益债来源包括“堕落天使”、“明日之星”、杠杆收购公司等几大类。在我国,交易所高收益债往往对应于“堕落天使”,而部分中小企业私募债和创业板私募债则对应于“明日之星”。

堕落天使与明日之星

交银施罗德 孙超

所谓“堕落天使”,指的是原来属于投资级别,但由于公司经营状况恶化,导致信用资质下降至较低的投机评级的债券。这类品种在我国主要集中于交易所市场。交易所对债券上市和质押都有明确规定,交易所债券一旦被下调评级或展期,其价格调整幅度远远超过银行间相似资质的债券,以体现在流动性上的损失。

“明日之星”则指中小企业在快速成长阶段资金需求难以得到满足,高收益债券融资成为推动其成长的重要手段。在我国,中小微企业对多样化的融资渠道需求迫切,陆续推出的创业板私募债、中小企业私募债的发行初衷实际并不着眼于“高收益、高风险”的形式特征,而是引入多种增信方式,加强投资者适当性管理,为合格投资者提供创新的投资渠道,更好地服务实体经济。

丰富的高收益债品种是我国加速发展多层次资本市场过程中所不可缺少的。无论是“明日之星”,还是“堕落天使”,都有面临违约的几率,只要不是普遍性、连锁性的违约事件,都是正常现象。

对高收益债投资者而言,首先应重视持有人会议制度、约束性条款、强制信息披露等投资者保护机制。在重主体轻债项的传统思路下,有些债券发行人的资产划转或重组所导致的信用资质恶化的风险时有发生,投资者应关注并积极参与持有人大会维护自身权益。投资者也应要求发债主体及其子公司遵守严格的约束性条款,甚至引入中间人监管机制,强制发行人进行信息披露,以确保发债主体未来的偿债能力,防范道德风险。

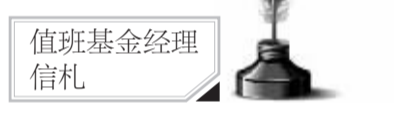
此外,投资者还应加强适当性管理,客观评估自身的风险承受能力。从国外经验来看,个人投资者对高收

益债的持有主要是通过购买相关的产品而实现的,由于缺乏必要的风险管理能力,较少有个人投资者直接参与高收益债市场投资。机构投资者则主要以保险公司、养老金账户、共同基金和对冲基金为主。

不同的机构投资者各有适合自己的高收益债投资策略,分散化投资则是所有成功投资策略的共性;不仅组合里的个券应分散化投资,组合所包含的行业也应遵循分散化原则。具体来看,交易型策略依赖宏观判断,往往自上而下;而持有型策略则更多依据对个券的深入研究,在账户允许的范围持有到期,以获得高票息收益。自上而下的交易型策略,需要关注市场风险偏好和资金面情况;资金面宽松时,高收益债往往涨幅喜人;而避险情绪高涨时,资金则会流向低风险资产,撤出高收益债领域。自上而下的持有型策略,则需要用周期的眼光来判断行业整体、用发展的眼光来衡量企业个体,与权益类研究的紧密结合则更有助于理解企业的治理结构、发展战略和竞争力。

高收益债的投资精髓是“从负债中发现资产,超越债务而发现真正的价值并创造更多”。有能力构筑充分分散化的高收益债组合、深入研究和密切跟踪组合中每一只高收益个券、对违约处理方案和信用衍生工具研究先行一步的机构投资者,将获得可观的回报。

可以预见,随着越来越多的机构投资者开始密集实地调研高收益债发行人,高收益债投资即将步入个券分化更加鲜明的新时代。



她怎么管理基金

本报记者 温济聪

在国内公募基金业这个精英云集的行业,渐渐崛起了一批女基金经理。光大保德信动态优选混合基金经理王健就是其中之一,从行业研究员到基金经理的成功转身,她用了6年时间。

记者早上7点半赶到王健的办公室,是想着可以和她多聊几句。作为光大保德信动态优选混合基金经理的她,浏览完最新财经资讯后就赶到公司会议室开晨会,会后又开始阅读相关机构的研究报告及所关注的上市公司财务报表。采访直到9点半才开始。

“我从2003年开始从事医药行业研究,到2009年才担任光大保德信动态优选混合基金经理。”王健向记者坦言,医药行业研究员仅仅是“出谋划策”,而作为基金经理不仅需要决策,还要为决策的结果负责,承担的压力与之前有着质的区别。

王健认为,能在熊市中给投资者带来回报才是基金经理真正能力的体现。她所执掌的光大保德信动态优选混合基金长期业绩稳健。Wind数据显示,自2009年10月28日成立以来,截至4月25日,该基金已取得27.33%的总回报,而同期沪深300指数却累计下跌34.60%。

“二季度的IPO重启及改革红利,将是未来一段时间市场的主要焦点。”王健说,从产业角度相对关注有一定业绩基础的低估值成长股,主要包括医药、消费等。

混合型基金的投资组合兼顾价值和成长,但根据每年的市场情况会有所侧重。王健举例说,行业间的轮换也要适应市场节奏,如2011年熊市中较为关注金融和交运等低估值板块;2012

年震荡市中围绕信息、医药、房地产和金融板块构建组合;2013年中小盘行情中在信息、医药等板块配置相对较高,但基于估值和流动性等因素的考虑,对传媒和电子等当年热点行业配置偏低。

在资产配置上,王健管理的基金历史平均股票仓位约75%,她更多是通过调整组合以达到抵御风险和获取收益的目的。同时,保持一定的债券仓位。混合型基金配置股票和债券两个市场,两个市场的“跷跷板”,让其不至于过于激进,也不会过于保守。

“投资想要在很长时间跨度上始终保持亮丽的业绩,很难。”王健说,只有坚持“平衡投资”的原则,才能真正让自己所管理基金的净值持续增长。

和王健沟通时,她语调始终理性、平缓。很难想象,这样一位淡定从容且业绩出众的女基金经理是一位新妈妈。对于大部分女性来说,初为人母时,多少有些忙乱,需要一段时间去适应。王健笑着自我调侃说,“可能因为我管理混合基金比较久了,平衡是我擅长的,无论在哪个领域。”

临近中午,王健匆忙吃完午餐便动身去上海浦东的一家印刷设备公司调研。路上,她告诉记者,她一年中有一半左右的时间在外出差或调研。

工作一整天后,晚上回家,她还要继续“跟踪”投资论坛,看看民间高手在关注什么……

5月QDII投资以“美”为美

凯石工场 杨舒 张剑辉

全球经济增长动力明显向发达经济体转移。其中,美国经济复苏预期较为明朗,房地产市场和非农就业、制造业等数据持续回暖,助推市场长期向好。未来,短期内不排除地缘政治风险加大美股波动,但鉴于美国经济高质量的复苏态势,预计美股下跌空间有限,维持对美股基金的重点推荐。欧元区经济数据虽然二季度伊始显示良好势头,但物价通缩或对经济回温构成不利影响,加上乌克兰相关问题的影响,建议短期内对欧洲市场采取回避态度。

在美房地产数据创新高的背景下,美房地产QDII基金的投资价值凸显,建议投资者可择其绩优者以提高基金组合的向上弹性。重点投资美国房地产的QDII今年业绩普遍领涨同业,如,一季度以美国房地产信

托投资基金(Reits)为主要投资品种的鹏华美国房地产、诺安全球收益不动产、广发美国房地产(人民币)涨幅领先同业,收益皆在10%上下。

新兴市场尽管目前估值处于历史洼地,具备一定上行动力,但仍面临着经济增速下行和资本持续外逃的双重压力,建议继续规避。鉴于沪港通或在10月启动,对投资香港市场的QDII形成利好,投资者可适当关注香港蓝筹股QDII。

所以,5月QDII基金投资建议主要配置美股指数基金,以及重点投资美国房地产行业股票及Reits的基金品种,推荐国泰纳斯达克100指数基金、大成标普500等权重指数基金和鹏华美国房地产基金。

国泰纳斯达克100指数基金以低成本、低换手率实现对纳斯达克100指数的有效

跟踪,追求跟踪误差最小化。纳斯达克100指数成分股均具有高科技、高成长和非金融的特点,是美国科技股的代表,权重最大的为苹果电脑,另外包括微软、谷歌、英特尔等诸多知名公司。大成标普500等权重指数基金除有效跟踪标普500等权重指数外,还可能将一定比例的基金资产投资于与标普500等权重指数相关的公募基金、上市交易型基金,以优化投资组合。

鹏华美国房地产基金的投资对象以美国房地产信托投资基金、房地产行业股票和在美国市场上市交易的REIT ETF基金为主,今年以来增长率为13%。该基金选择投资对象主要参考投资标的资产质量、现金流稳定性及管理层能力等指标。今年一季度,该基金在行业配置方面,超配了酒店、工业和写字楼。



跌涨停 志敏文