

投资眼

是寒风渐起,还是累累硕果?市场仍存在不少争议——

并购重组“合纵连横”

戴康曾岩

自今年7月份以来,A股市场并购重组逐步回暖,成为资本市场支持实体经济的重要方式。从数据上看,包括在进行中的和完成的A股重大并购重组,上半年月均20多家,而7月至8月月均60家,明显放量。

2013年至2015年A股经历了一个并购重组的高潮,对于创业板的影响有3个方面,分别是财务报表带来当期业绩跃升、商誉的大规模计提和市值的快速扩张。而2017年下半年的并购重组有两个特征:一是并购重组加速但跨界并购限制趋严,今年下半年开始大概率分化加剧;二是在产业链并购的大趋势下,预计龙头公司“合纵连横”的优势凸显,并购重组新时代将“以龙为首”。

并购重组外延利润已大幅缩水,“以龙为首”将享有优势。相关统计数据显示,2016年中报创业板外延并购公司131家,贡献利润净额401亿元;2017年中报创业板外延并购公司138家,贡献利润净额大幅缩水至12亿元。从外延的结构上看,计算机并购案例减少最多,其次是电子和传媒。

今年上半年外延并购受限,外延净利润占比创业板净利润的3.2%,扣非扣外延后,创业板(剔除温氏股份)内生性增速约22%,与创业板(剔除温氏股份)归母业绩增速相当。2013年以来的并购重组80%的案例集中在主板公司,未来并购重组对沿产业链横向纵向整合的要求变高,龙头公司优势增强。

并购重组沿产业链要求趋严,业绩贴现率提升。与2013年相比,2017年并购重组将有两个边际变化:一是忽悠式、跟风式和盲目跨界的市值管理型并购重组限制更加严格,对沿着产业链做大做强的要求变高,2017年创业板产业链重组事件将稳步推进,其中8月涉及产业链重组的数量占比达78%,创出历史新高;二是市场正在经历着上轮并购重组的业绩兑现期,将更加理性地给予并购公司未来业绩的贴现率,贴现率的提升将使得本轮并购重组的估值波动更为理性。总体来看,并购重组炒作的热潮已经过去,未来的并购重组将以产业链并购为主,利好依靠内生性增长的龙头。

在“壳资源”炒作之后,产业链并购开始享受更高估值溢价。在经历2013年至2015年并购重组高潮之后,给市场留下了3个主要风险点:一是“炒概念”型并购重组估值将持续回调;二是业绩承诺到期后将发生商誉大规模减值的风险,目前创业板商誉占比净资产超过50%的个股有50只,其中传媒、计算机、机械和通信公司总计28家,占比达56%;三是“壳资源”价值将重估,带来股票市场整体估值中枢下行的风险。

对比2013年至2015年的并购重组高潮和2016年6月以后的并购重组,在涨幅居前的50只个股中,产业链并购重组开始取代“买壳上市”享受更高估值溢价,这50只个股产业链重组数量的占比由34%上升到46%。“买壳上市”的数量占比从20%下降到2%。

值得关注的是,由于餐饮旅游、传媒、计算机商誉占比净资产最高,投资者需要密切关注商誉减值风险。目前,与主板和中小板相比,创业板是商誉占比净资产最高的板块,自2016年以来维持在20%左右。这也意味着,在业绩承诺到期后,业绩不达预期带来的商誉减值对板块的负面影响较大。

(作者单位:华泰证券)

债市入秋待破局

经济日报·中国经济网记者 陈果静

▲受流动性紧张和监管加强的影响,上半年债市波动较大,融资成本的大幅上升抑制了发债人发债意愿,一级市场表现冷清。自4月份之后,监管节奏放缓,给予了市场一定时间来消化前期的政策效应,下半年债券发行明显回暖,二级市场情绪也逐步改善

▲债市阶段性交易机会能够持续多久,最终利率下行幅度有多大,取决于资金面不那么紧张的阶段能持续多久。债市短期行情能否演变为中期甚至长期行情,则有赖于资金面何时会出现实质性放松

近期,央行重启28天逆回购、超额续作中期借贷便利(MLF),向市场传递了呵护资金面的政策信号,有效缓解了市场的谨慎情绪,债券市场也迎来久违的大涨。

相比之下,债券一级市场发行和二级市场回暖更早。自下半年以来,债券一级市场一改上半年冷清态势,发行明显回暖,二级市场交投也日渐活跃。

时至金秋,在央行“削峰填谷”维持市场资金面紧平衡和人民币汇率持续走升的大背景下,债券市场是秋寒渐起还是将迎来累累硕果,是仅有波段性交易机会还是趋势性回暖?市场仍存在不少争议。

一级市场回暖明显

数据显示,7月份主要信用品种发行总规模为6444.7亿元,较6月增加49%;8月份主要信用品种发行总规模为6897.6亿元,较7月增加7%。而上半年发行量最大的3月份,发行总规模仅为5515亿元,明显低于七八月份。

债券发行大幅回暖,一方面是因为七八月发债成本有所降低,市场发债意愿增强。中诚信高级分析师李诗认为,受流动性紧张和监管加压影响,上半年债市波动较大,融资成本的大幅上升抑制了发债人发债意愿,使得一级市场表现冷清。而自4月份之后,监管节奏放缓,给予了市场一定时间来消化前期的政策效应,市场情绪逐步得到改善。

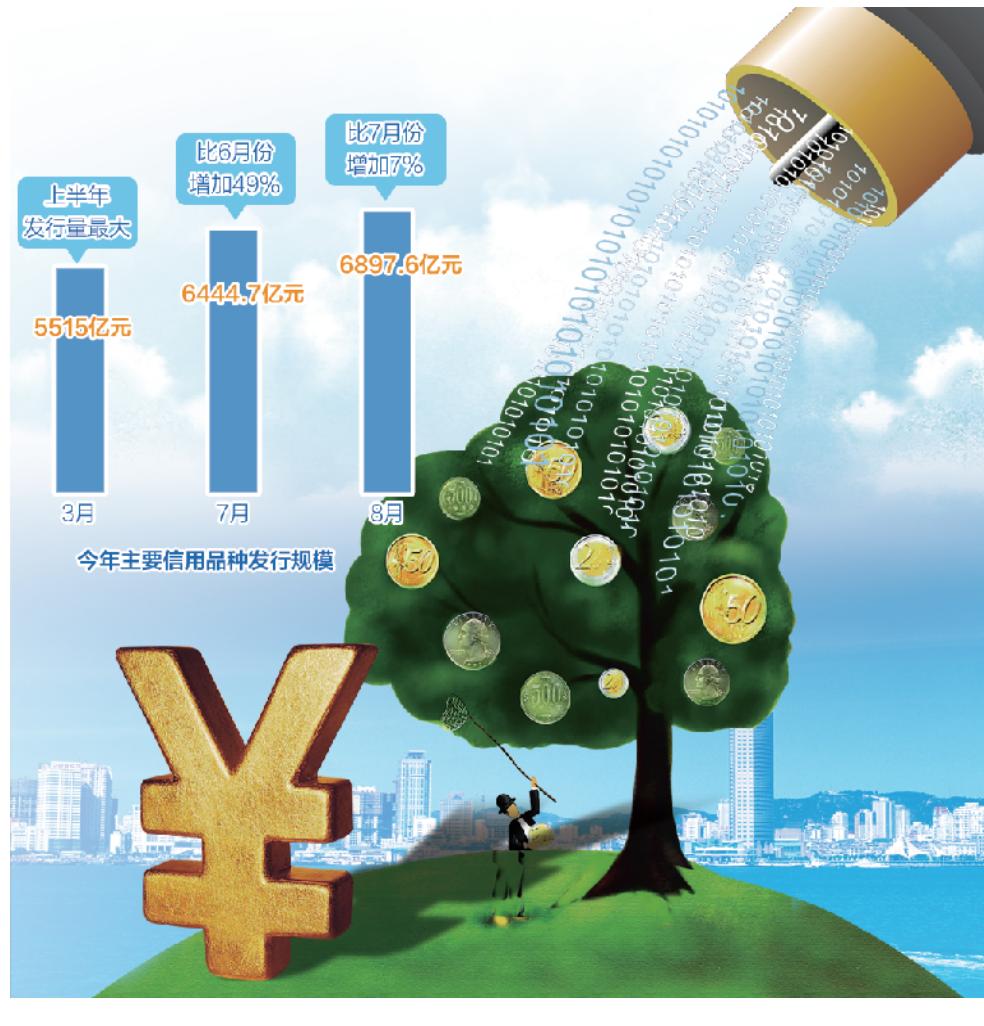
“下半年债券发行明显回暖,一定程度上来说也是前期积累的融资需求的释放。”李诗表示,另一方面,上半年部分发债企业通过信贷融资来弥补资金缺口,而随着连续7个月的新增贷款投放的增加,银行机构已耗尽大部分年度信贷额度,银行信贷空间的收缩也促使企业转向债券融资。

从需求端来看,积极因素正在累积。商业银行尤其是五大行是债市最重要的配置力量,其行为对债市有着举足轻重的影响。

受监管政策影响,大行同业负债规模持续下降。从二季度数据看,五大行同业负债年总计9.4万亿元,同比下降4.4%,占总负债比重为10.61%,较2016年四季度水平下降1.5个百分点。市场预计,这部分负债需求可能转而通过发债等渠道来满足。

事实上,大行的债券融资规模也在显著上升。2016年以来,五大行应付债券规模一直处于扩张状态,占总负债比重也持续上升。今年上半年,五大行应付债券均较上年末显著上升,合计增加2949亿元。

招商证券首席固定收益分析师徐寒飞认为,从中报来看,五大行基本面明显回暖,盈利能力、资产质量均稳步改善,负债成本也有所下降。上半年,大行的债券配置被旺盛的信贷需求压制,但信贷和投资利差仍在进一步



653.6亿元,超过5月取消发行潮时的规模。由于8月以来流动性相对偏紧,市场资金利率走高,传导至债券发行端,导致发行成本有所回升,取消发行的现象重现。

由于9月是跨季月,受到缴税、债务置换等因素影响,市场此前普遍预计资金面情况并不乐观,因此观望情绪浓厚。此外,近期央行维持稳健中性的货币政策,“削峰填谷”以维持市场资金面紧平衡,但金融机构对于流动性状况的态度依然趋于谨慎。俞春江预计,市场利率偏高可能进一步增大债券供给压力,债券发行回暖尚需时日。

市场情绪得到修复

与上半年市场交投的冷清相比,下半年以来,二级市场总算活跃了一些。

中诚信数据显示,七八两月,单周现券交易总额基本维持在20000亿元以上,日均现券交易额达到4000亿元。相比之下,上半年单周现券交易总额超过20000亿元的仅有7周(上半年共26周),交投相对冷淡。

市场情绪正在得到修复,这主要受到监管节奏放缓的影响。今年4月,监管层接连发文剑指金融机构同业、委外等业务之后,近期并未有针对具体业务的监管措施出台,使得市场情绪明显缓和。

从需求端来看,积极因素正在累积。商业银行尤其是五大行是债市最重要的配置力量,其行为对债市有着举足轻重的影响。

受监管政策影响,大行同业负债规模持续下降。从二季度数据看,五大行同业负债年总计9.4万亿元,同比下降4.4%,占总负债比重为10.61%,较2016年四季度水平下降1.5个百分点。市场预计,这部分负债需求可能转而通过发债等渠道来满足。

事实上,大行的债券融资规模也在显著上升。2016年以来,五大行应付债券规模一直处于扩张状态,占总负债比重也持续上升。今年上半年,五大行应付债券均较上年末显著上升,合计增加2949亿元。

招商证券首席固定收益分析师徐寒飞认为,从中报来看,五大行基本面明显回暖,盈利能力、资产质量均稳步改善,负债成本也有所下降。上半年,大行的债券配置被旺盛的信贷需求压制,但信贷和投资利差仍在进一步

步收敛,这增加了债券对大行的吸引力。

李诗也认为,下半年资金面预计将相对平稳,流动性冲击逐渐减弱,同时部分银行在完成业务自查和MPA考核后,将释放出更多的配置资金,其配置需求的增加也对债市二级市场形成提振。此外,上半年债券收益率中枢不断抬升,其配置价值逐步显现;今年以来信用环境较去年明显好转,新增违约较少,机构风险偏好的回升也推动二级市场交易情况向好。

人民币汇率的企稳也可能成为行情的另一支撑。5月以来,人民币汇率大幅走升,进一步增加了中国债市的吸引力。中信证券研究部固定收益首席分析师明明认为,人民币升值的步伐或将持续,这有利于吸引外资进入中国资本市场,对我国债市收益率形成支撑。

机会还是趋势?

目前,债市迎来的是短暂的交易性机会还是趋势性的回暖?

“债市近期的大涨,属于修复性调整。”俞春江认为,近期人民币兑美元汇率持续升值,资金回流进一步改善了流动性。境外机构连续6个月增持人民币债券,也利好于债市。“短期内修复性调整或将继续,债市压力有所减弱。”俞春江表示,不过,在同业存单大量到期、MPA考核等因素共同作用下,9月份资金面宽松的可能性不大,回暖基础尚不牢固,行情还有可能出现反复。

还有分析认为,债市交易窗口已经打开,但长期行情仍有赖于资金面松绑。招商银行资产管理部刘东亮预计,货币政策与监管政策的严厉程度短期内难有超预期表现,接下来利率波动中枢下行、利率监管溢价修复的可能性较大,债市波段交易的窗口可能已经打开。尤其是如果人民币近期大幅升值导致企业持续结汇,进而带来外汇占款回升转正,对基础货币缺口构成补充,那么短期内资金面对债市的制约作用将趋于弱化。

“四季度债市阶段性交易机会能够持续多久,最终利率下行幅度有多大,有赖于资金面不那么紧张的阶段能持续多久。”刘东亮表示,短期行情能否演变为中期甚至长期行情,则取决于资金面何时会出现实质性放松,“对债市能否有长期行情仍需保持谨慎,相对而言,短期波段交易行情的确定性更高”。

一周快评



股指期货松绑

新闻回放:9月15日,中金所公告决定对股指期货进一步松绑。具体来看,沪深300和上证50股指期货各合约交易保证金标准,由目前合约价值的20%调整为15%。与此同时,沪深300、上证50、中证500股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之六点九,较之前下调了25%。上述调整自9月18日起正式实施。

点评:2015年股市异常波动,为了防止投机和非理性做空,管理层连续出台措施限制股指期货交易。自此之后,股指期货交易量逐渐萎缩并陷入低谷。应该说,相关措施在特定环境下起到了稳定市场的作用。

今年以来,市场逐渐走稳,交易也日渐活跃,市场对于这些措施退出的呼声也逐渐升高。监管层适时而动,主动退出干预政策回归常态。自今年2月份起至今,监管机构已先后连续两次对股指期货松绑。从长期来看,股指期货保证金等逐渐松绑后,其套期保值功能和风险管理功能将逐渐放大,有利于引导长期资金入市,繁荣市场。

比特币交易平台关闭

新闻回放:处在风口浪尖上的虚拟货币近日遭遇重重打击。9月14日,比特币中国率先宣布停止交易。9月15日,火币网、OKCoin币行、微比特等平台纷纷宣布将停止交易。其中,火币网和OKCoin币行表示,将于9月30日前通知所有用户即将停止交易,10月31日前依次逐步停止所有数字资产兑人民币交易业务。至此,国内三大比特币交易平台全部宣布将为交易业务画上休止符。

点评:年初以来,莱特币价格上涨超过47%,以太币价格上涨13倍,“炒币”热潮汹涌,五花八门的虚拟货币跟风轮涨。巨大的财富效应吸引了大批散户入场,其中暗含的风险也与日俱增。

比特币等虚拟货币是一种虚拟商品,其价值取决于使用者和投资者的认同,当前并无信用保障和法律保障。以比特币为代表的虚拟货币二级市场交易在没有监管的情况下,也容易存在内幕交易与欺诈。与此同时,这些虚拟货币还可能成为洗钱、贩毒、走私、非法集资等违法犯罪活动的工具。监管及时出手,遏制过度投机炒作现象,有利于促进社会资源与关注点重回实体经济。

消费信贷继续大增

新闻回放:央行数据显示,8月份新增人民币贷款1.09万亿元,同比多增1413亿元,环比增加2645亿元。分部门看,住户部门贷款增加6635亿元,其中短期贷款增加2165亿元,中长期贷款增加4470亿元;非金融企业及机关团体贷款增加4830亿元,其中短期贷款增加695亿元,中长期贷款增加3639亿元。

点评:我国居民中长期贷款主要为住房按揭,短期贷款一般为消费贷。今年以来,受房地产政策收紧影响,银行对住房贷款更加谨慎,居民中长期贷款增速放缓。与此同时,新增短期贷款却迅速增加。Wind数据统计,今年前8个月居民新增短期贷款达1.28万亿元,已远超去年全年水平。

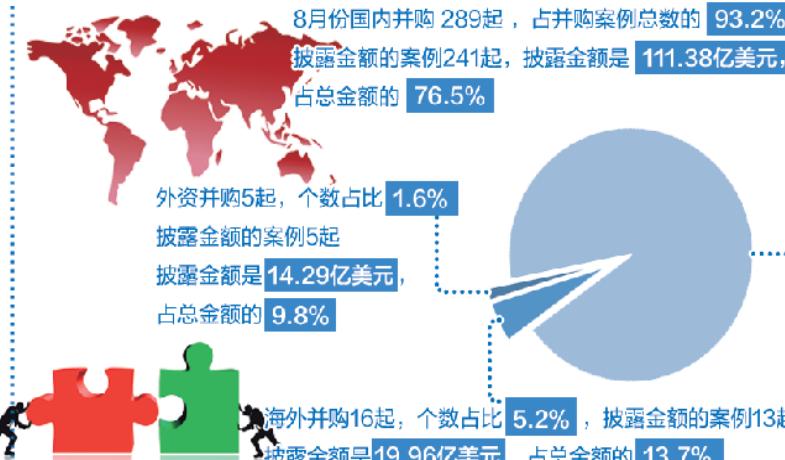
在消费升级的大背景下,居民消费信贷增加是大势所趋,但短期内激增值得关注。近期房地产市场上流传着“首付不够,贷款来凑”的说法,更值得警惕。消费贷资金违规流入楼市并作为首付,实质就是全额贷款买房,杠杆率可想而知,首付能力不足的购房者也容易产生违约风险,从而造成金融机构坏账。在这种情况下,加强监管也是必然之举。

(点评人:温宝臣)

8月份并购市场平稳发展

数据来源:清科研究中心

2017年8月,中国并购市场共完成310起并购交易,其中披露金额的有259起,交易总金额约为145.63亿美元,平均每起案例资金规模约5622.8万美元。



8月份并购共涉及28个一级行业

