参与对象不同,决定两者差异

——期货与权证区别比较

□国泰君安证券研究所 彭艳 博士

中国证券市场从无到有,发展了10几年,但交易品种一直比较单一,即股票交易占主要部分。去年配合股改派发的权证,给证券市场引入了新鲜面孔,同时也带来了反对的声音。

任何事物都必须两面看,权证也一样。暂且不论权证在股改中起到的积极作用,单从权证交易本身,它提供了分析市场投资者交易行为的重要依据,即投机者占市场整体的比例;另外它还让投资者感性的认识到衍生工具与传统股票投资的不同,为今后股指期货的推出,事先起到投资者教育作用。当然,在一年多的权证交易中,国内权证交易量一跃成为世界排名前几名的地区,隐含波动率高企不下,认购认沽证齐涨跌。但是我们认为,造成这种现象,并不是权证本身的错,而是国内股改权证推出后,相应的配套风险防范措施没有跟上所致。

一、小市值、大成交、高波动

投资者之所以对当前权证市场持保留态度,主要焦点集中于:权证价格偏离理论价值太远,不像投资股票还是立足公司长期发展,权证有到期日,价格又那么高,投资权证仿佛在追逐空中的肥皂泡;权证因为实行T+0,涨跌停价格由其正股决定,上下空间幅度大,因而导致权证日内价格波动大,成交极其活跃,普通投资者一不小心就被卷入漩涡不见踪影。

但是,我们认为这并不是权证市场特有现象,而是小市值证券的共性,在股票市场中同样存在这种现象。下面我们就以中小板为例,将之与权证做比较分析:

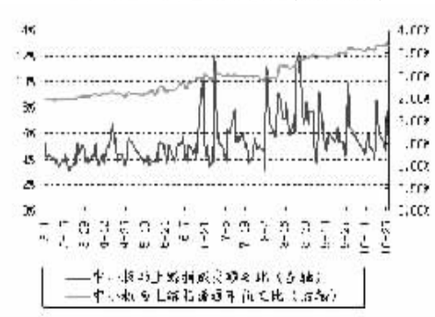
(一)权证市场总量及交易量分析

自2005年第一只权证——宝钢权证上市后,至今已陆续发行了29只权证,其总流通市值大多数时候在150亿元–200亿元之间。这个数量与上证A股1.2万亿流通市值相比而言,只占1.5%。但是这1.5%市值创造的成交金额,却高达85亿元(日算术平均),是上证A股日均成交金额的25%,个别时候,权证的日成交金额甚至与A股成交金额接近,如2006年7月14日。因此,权证市场具有"小市值、大成交"的特点。

(二)中小板总量及交易量分析

除了权证市场具有"小市值、大成交"特点外,股票市场同样存在类似现象,2000年前后,市场曾经流行"小市值投资理念",原因就在于那几年市场中的小市值股票能给投资者带来可观涨幅,近几年虽然市场投资理念发生翻天覆地改变,但流通量小的股票依然具有高换手特性。以下是对今年3月以来中小板股票的流通市值与成交金额的分析:

图1、权证市场市值、规模走势图(06.3–06.10)

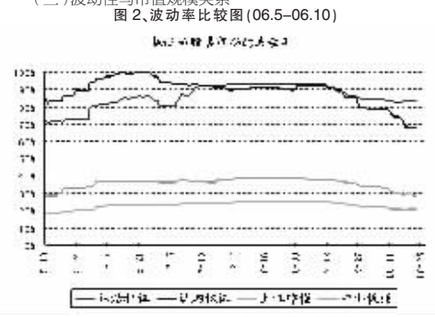


资料来源:国泰君安证券研究所

中小板股票总流通市值占上证A股总流通市值比为3%,但两者日均成交金额比例接近6%。虽然没有像权证那样比例悬殊,但也反映了市场对小市值股票的热爱。

(三)波动率比较图(06.5–06.10)

图2、波动率比较图(06.5–06.10)



资料来源:国泰君安证券研究所

图2是分别对上证综指、中小板指数、以及权证市场指数年化波动率的计算。很明显,市值规模越小,波动率越大。反映了小市值证券的高风险性。

二、如何使市值与风险尽量匹配

小市值与大市值证券相比,因为流动性差,因此具有更高的风险性。如果两者在合理的范围,倒是无可非议的事,但是从以上分析看,权证市场的风险显然是过高了,为什么权证市值与中小板市值相差一倍,而两者成交量以及波动性却相距甚远?除了权证市场T+0、涨跌停幅度大外,还有无其它原因?

(一)机构投资者在引导理性投资中的作用

1.权证参与者结构分析

根据对基金投资组合明细的分析,我们发现基金这样的机构投资者,参与权证投资比例非常小,而且其中相当一部分还是因为被动持有(股改送出的权证),至于主动投资于权证是少之又少。在权证前十名持有人结构中,很少见到机构的身影,那么权证如此活跃的成交,来自于什么样的投资者呢?

我们抽取某大型券商客户交易数据进行分析,发现有以下几个特点:

(1)在05年以来的上涨行情中,中小投资者股票交易活跃

表1是对某券商客户股票交易情况的分析,发现资产在1万–1千万之间的客户(表中蓝色阴影部分),其资产占比与其成交金额占比是比较接近的,而小客户(1万元以下)与其资产相比,其交易属于非常频繁,反而,超大客户(千万元以上)的换手率极低。

表1的数据还反映一个信息:就是在05年以来,证券公司客户中属于"股票休眠帐户"的数目很少,这一点能让我们下面更好的把握权证客户的交易特点。

表1、证券公司客户结构调查

投资者分组(按总资产)	总资产占比	成交金额占比
小于1万	1.567%	6.734%
1万–5万	9.636%	9.409%
5万–10万	8.665%	9.006%
10万–15万	6.021%	7.232%
15万–20万	4.484%	5.381%
20万–30万	6.309%	7.901%
30万–50万	7.610%	9.136%
50万–100万	8.939%	10.367%
100万–1000万	18.141%	26.649%
1000万–1亿	12.196%	7.130%
1亿以上	16.432%	1.055%

(2)活跃的权证客户,其保证金资产集中在100–300万

表2是对某券商权证客户交易情况的分析,上面已经提到,目前"股票休眠帐户"较少,反映券商客户交易股票的活跃性,他们是证券市场的积极参与者,但是这部分参与者中,有多少又积极参与了同样属于证券品种之一的——权证呢?

我们发现,只有10.59%客户(资产占比)曾经参与过权证交易,而交易活跃的客户(按交易次数)只占1.6%,真正对权证交易量贡献大的客户,只占到0.2%。这组数据说明:市场中只有小部分投资者是权证市场的参与主体,这部分投资者的资产规模集中在100–300万之间,属于个人投资者、而非机构投资者。

表2、证券公司交易权证客户结构调查

投资者分组(按权证交易活跃程度)	总资产占比	占权证总成交金额比	平均资产规模(万元)
权证交易次数≥1	10.59%	100%	27
交易次数从大到小排名,累计交易次数占总权证交易次数50%	1.6%	71%	108
交易量从大到小排名,累计交易量占总权证交易量50%	0.2%	50%	253

2、股票市场参与者结构分析

根据各机构披露的中报信息,我们发现股票参与者结构与权证截然不同:深沪大部分股票都被基金等机构投资者或多或少持有。60%中小板股票被一家以上的基金持有。根据不完全统计,目前深沪两个市场股票流通市值18000亿元中,有5000亿元属于机构持有。说明股票市场是以机构为主导的市场。

前期市场中有相关研究分析:国内证券市场发展10余年来,逐步改变了早期"大户鱼肉散户"的局面,告别了"坐庄"时代,其主要原因除了有加强监督、加强上市公司建设之外,关键是引入了基金等机构投资者。大量机构的参与,能够引导市场以价值投资为主线。

我们认为:权证市场之所以重现股票市场早期特征(大波动、高泡沫),关键原因之一就是——机构参与比例过低,导致权证市场成为个人大户的游戏场所。

(二)套利者在纠正错误定价机制中的作用

权证市场与股票市场相比,具有高风险特征,因此可以吸引大量投机者的参与,但是如果只有投机者参与,显然将更加加大市场波动性。解决错误定价的一个较好方法:就是引入套利者,让套利行为纠正错误定价。

国内权证市场也引入了相应套利机制——券商创设,即通过加大权证流通量实现降低权证定价的偏差,但是,我们发现这一机制并未充分发挥作用。从现有交易情况可以看出,券商对权证的创设量与权证本身的发行量相比,几乎可以忽略。券商创设行为对纠偏权证错误定价,几乎未起到应有的作用

我们认为:套利机制实际意义上的缺失——是造成权证市场泡沫的又一主要原因。

三、股指期货会重蹈权证的覆辙吗?

在市场看来,股指期货与权证一样属于高杠杆、高风险产品,那么股指期货会重蹈权证的覆辙吗?根据我们以上分析,权证市场的现状,并不是因为权证本身所导致,而是与权证市场没有机构投资者参与、套利机制缺失所至。因此,只要相关管理层能制定好风险防范措施,我们认为股指期货不会出现权证目前的情况。具体可以采取以下一些措施:

(一)股指期货推出初期就允许机构投资者参与

我们知道,股指期货市场之所以诞生,源于套期保值者避险的需求,而目前我国股票市场机构参与比例如此之高,他们是利用股指期货套期保值的需求者。如果在股指期货推出初期,限制机构投资者大量参与的话,那么就可能导致期货市场也以投机者为主导,导致不希望的投机气氛。

因此,制定相关政策或便利条件,允许机构以套保者身份参与,有助于降低股指期货可能产生的泡沫。

(二)创造有利于套利者参与的条件

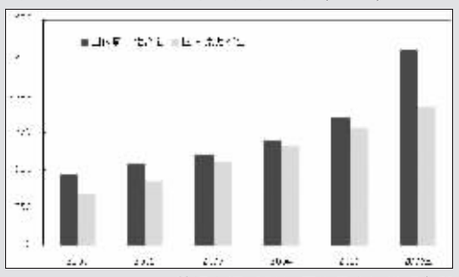
做为期货市场三个投资主体之一——套利者,他们的存在,使得期货市场不可能存在过高的错误定价。如果在合约设计上,尽量考虑到套利者的便利,那么,对错误定价的担心是完全不必要的。比如目前已经运行接近两年的ETF产品,其净值与交易价格之间的偏差一直保持在合理范围,套利者在其中的功劳不小。

总而言之,任何商品只有当供需平衡,有足够的市场竞争时,价格才会趋于价值,金融商品也不例外。股指期货是否具有泡沫,也完全取决于未来其市场容量的大小。

中国铝业换股吸收合并兰州铝业、山东铝业方案述评

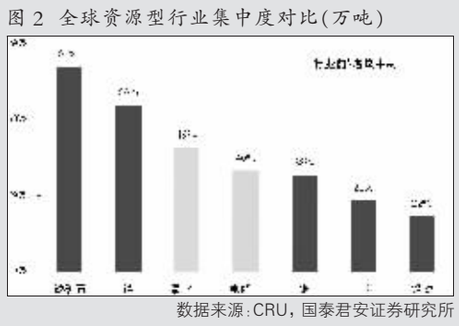
□国泰君安证券研究所 周明 林浩祥

图1 中国氧化铝和原铝产量增长(万吨)



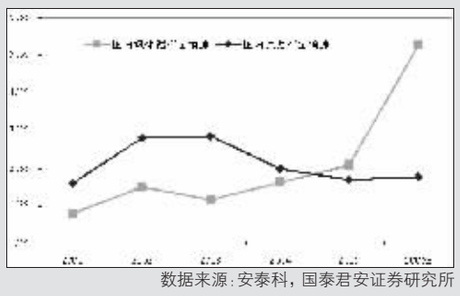
数据来源:CRU,国泰君安证券研究所

图2 全球资源型行业集中度对比(万吨)



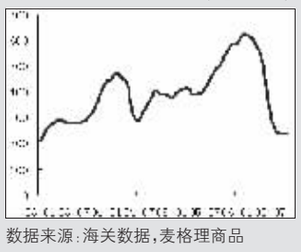
数据来源:CRU,国泰君安证券研究所

图3 国内氧化铝和电解铝产量增速比较



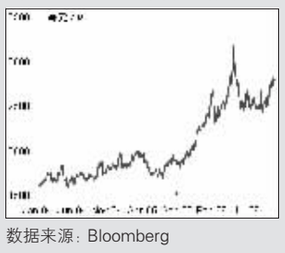
数据来源:安泰科,国泰君安证券研究所

图4 氧化铝产品价格(美元/吨)



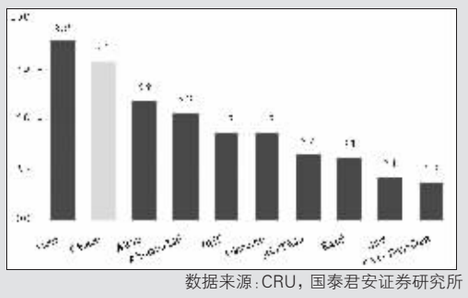
数据来源:海关数据,麦格理商品

图5 LME铝三个月远期价格



数据来源:Bloomberg

图6 2005全球主要氧化铝供应商产量(百万吨)



数据来源:CRU,国泰君安证券研究所

图7 中国铝业氧化铝产量(万吨)

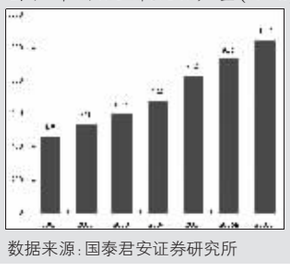
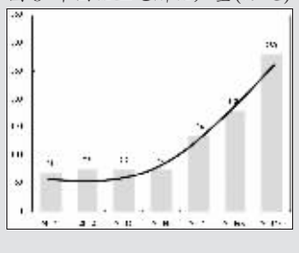


图8 中国铝业电解铝产量(万吨)



数据来源:国泰君安证券研究所

12月8日,《中国铝业股份有限公司换股吸收合并兰州铝业股份有限公司暨兰州铝业股份有限公司股权分置改革说明书》和《中国铝业股份有限公司换股吸收合并山东铝业股份有限公司暨山东铝业股份有限公司股权分置改革说明书》同期出台。两家中铝旗下的公司股改方案都选择了大股东中国铝业发行新股(A股)与流通股东换股,同时注销原公司的法人地位的方式。为保护中小股东的利益,方案同时提供了流通股东选择以现金形式兑付股票的条款。合并完成后,中国铝业申请在上海证券交易所上市。

12月19日,《股权分置改革说明书分置(修订稿)》出台,增加了大股东对中国铝业股票价格一定条件下增持和优质资产注入的承诺。

兰州铝业和山东铝业股权分置改革说明书的出台,不仅意味着中国铝业持续进行的行业整合又将迈出实质性的一步,同时也标志着期待已久的中国铝业回归A股市场怀抱的进程真正的扬帆启航。

1 股改方案简述

本次两家公司股权分置改革都采用了中国铝业以发行新股(A股)对旗下公司进行换股,实现吸收合并的形式。

在计算换股吸收合并方案中,中国铝业换股价格定为6.60元/股,兰州铝业流通股东换股价格定为11.88元/股,山东铝业流通股东换股价格定为20.81元/股,换股比例分别为1:1.18和1:3.15;非流通股东的换股比例为1:1。(见表1、2)

方案中同时提供了现金选择权的方式,即除中国铝业以外的股东以其持有全部或者部分的股票,按照停牌最后一天的价格(兰州铝业为9.50元/股,山东铝业为16.65元/股)通过第三方以现金方式实行现金选择权。

股改方案实施后,兰州铝业和山东铝业将终止上市并注销,以中国铝业为合并完成后存续公司,在上海证券交易所交所申请发行A股。

《修订稿》中补充了对中国铝业在上海交易所上市后的3个月内,在价格低于6.60的换股价格情况下,中国铝业公司将通过二级市场增持A股股票(不超过30%)的承诺。

2 行业背景概况

2.1 行业整合实是大势所趋

(见图1)

截至2005年底,我国电解铝产量已经连续4年位居世界第一,氧化铝产量连续4年世界位列第二,铝材产量连续3年世界第二。铝工业的发展牵动着电力、汽车、建筑、交通等行业的发展,已经在国民经济发展中扮演着越来越重要的角色。

就行业集中度来看,国内氧化铝行业产业集中度较高,电解铝行业则较为分散。2005年中国铝业的氧化铝产量占国内产量的93%,2006年由于地方企业新项目的投产,这一比例预计下降至80%附近,但总体上看国内氧化铝行业的集中程度仍比较高。而就电解铝行业来看,由于国内还存有不少技术落后能耗高的生产线,导致产能平均规模仅及国际平均水平的1/3~1/4。同时在当前全球的资源型企业不断整合的背景推动下,国内的铝工业行业的整合发展已是大势所趋。(见图2)

2.2 上下游亟待构建和谐链条

回顾过去三年里国内铝工业的发展,可以发现行业链条的上下游之间的发展并不均衡。突出的表现为2003年以来出现了对电解铝行业的过度投资、随即引发电解铝产量的迅速增长(2002–2004年连续三年增速高于20%),从而导致了全球冶金级氧化铝市场逐渐从先前的过剩转为紧缺,推高氧化铝现货价格。电解铝行业也因此陷入的全行业亏损的艰难经营局面。(见图3)

而自2004年起,国内氧化铝的投资逐渐开始抬头。2006年预计国内氧化铝产量将达到历史性的1300万吨,同比增长52%。氧化铝产量的迅速增长,又导致了氧化铝价格的快速回落。(见图4、5)

在经历了氧化铝价格的持续上涨之后,电解铝行业发展终于在2006年出现了转机。氧化铝价格的大幅回落,直接导致氧化铝企业的盈利能力逐步被削弱;而对比铝价的节节高涨,电解铝开始实现行业的复苏。

在经历了艰难的2005年后电解铝行业迎来了新的生机,而氧化铝行业却进入了下降周期。考察行业中不同链条的盈利能力剧烈波动的现象背后,我们认为问题的深层次原因在于国内的氧化铝行业和电解铝行业间,缺乏协调、平衡的联动发展。电解铝过度投资的现象恶性循环传导至氧化铝生产链条上,无序的扩产计划很容易在一个行业周期运行之后再次遭遇恶性竞争的考验,中小规模的企业也难以抵御整个行业风险的波动。短时期里电解铝行业的复苏,并不意味着电解铝行业进入了长期健康发展的良性轨道。未来铝工业的发展更需要注重行业链条的上下游间协同均衡发展问题。

2.3 中铝的整合有利于行业长期的发展

就国内铝工业的产业结构形态来看,中铝的产业整合也有利于行业长期的健康发展。中国铝业是目前全球前3大氧化铝生产商之一(2006年俄铝整合完毕后名列第3),也是国内规模最大的氧化铝和原铝运营商。自2001年9月成立以来,中铝的生产能力不断扩大,氧化铝产能从2001年的456万吨增长到2005年的833万吨,年复合增长率达16.26%;在原铝方面,原铝产能从2001年的74万吨增长到2005年的150万吨(含兰州铝业原铝产能16万吨),年复合增长率达19.32%。2003年—2005年,中铝氧化铝产量稳居世界第二,仅次于美铝;原铝产量分别居世界第六、第八、第六。(见图6)

就主营业务看,目前中铝主要还是氧化铝产品为主。但公司的计划以氧化铝产能:电解铝产能=2:1设计上下游链条,由此势必加大对电解铝的投入。而且从公司的扩张路线看,"铝土矿——氧化铝——电解铝——铝加工"的产业链条才是公司的长远发展目标。而从中铝身后的中铝集团的扩张路线来看,目前集团也通过资本运作的形式加强下游电解铝和铝加工产业链条的发展。因此从目前的产业规模和企业发展宏伟目标看,国内铝工业的行业集中整合必然需要依托中国铝业股份公司的规模扩张来实现。(见图7、8)

我们认为《修订稿》中关于注入优质资产的承诺,主要涉及铝加工、电解铝等旗下公司。这对完善整个产业链条,提升公司整体风险抵抗性,都是上下游链条发展更加紧密契合的运作方案。

3 估值分析

3.1 对换股吸收合并方案的分析

从两家公司停牌价格看,11月27日收盘价格均高于3个月里区间平均收盘价,给与了流通股东较高的参与对价基础。(见表4)

对于已经确定方案的来看,从三家公司的定价基础看,兰州铝业和山东铝业公司的流通股东各获得接近25%的溢价,中国铝业H股股价2006年12月20日收盘价为7.34港币,比换股价6.6元高出将近11.2%。(见表5)

我们认为方案的设计较好的保护流通股东的利益,如果方案顺利通过,兰州铝业、山东铝业的流通股股东获得一定的收益。

3.2 以2007年公司业绩分析

以上是主要是根据2006年公司业绩对换股方案是否合理做出的判断。而我们通过对公司2007年业绩的预测,可以发现整个方案更有利于现有的流通股股东。(见表6)

3.3 另一个角度

从行业的发展态势看,以美铝、加铝和俄铝为代表的产业链一体化的经营模式将是有色金属工业长期的发展趋势;从行业地位考虑,我们认为以中国铝业为龙头的铝工业全行业的整合浪潮已经来临。基于行业景气周期的判断,短时期里兰州铝业的业绩成长要优于山东铝业和中国铝业,但长期来看兰铝和山铝都不具备单一抵御行业波动的风险的经营实力。因此通过股权分置改革的契机实现中国铝业对其的回购,以长远的眼光去考量和判断方案的安排,我们认为本次股改完成后公司都将迈入长期稳定的、良性的成长轨道。

4 结论

综合以上分析,我们认为,从方案给与了兰州铝业和山东铝业流通股东较大的对价基础,同时在换股比例设计中较好的保护了流通股东的利益。同时以2007年股票进入相应合理估值区间考虑,我们认为目前享受溢价的流通股票持有者的利益存有时间折损的风险。而换股之后,有效的避免了原有流通股东持有股票折价的风险。

同时我们认为,以目前的对价基础,考虑到中国铝业上市后大股东在A股市场上的增持承诺和股票发行溢价空间,流通股东选择换股的形式受益程度要高于选择现金选择权的方式。

我们认为此次中国铝业股份有限公司换股吸收合并兰州铝业和山东铝业公司(暨公司股权分置改革说明书)安排的对价执行方案,即有利于对应股改公司未来的稳定成长,也较为合理的保护了流通股东的权益。

(公司巡礼)

表1 兰州铝业换股吸收合并前后股份数量变化

	股份数量(万股)	百分比	转换为中国铝业的股份数量(万股)
中国铝业	15,185.14	28%	0
兰州铝厂	7,947.25	14.66%	7,947.25
兰州经济信息咨询公司	918.19	1.69%	918.19
流通A股	30,182.08	55.65%	54,327.74
数据来源:换股吸收合并暨股权分置改革说明书,未考虑现金选择权方式			

表2 山东铝业换股吸收合并前后股份数量变化

	股份数量(万股)	百分比	转换为中国铝业的股份数量(万股)
中国铝业	48,000.00	71.43%	0
流通A股	30,182.08	55.65%	54,327.74
数据来源:换股吸收合并暨股权分置改革说明书,未考虑现金选择权方式			

表4 兰州铝业、山东铝业的均价和换股价对比

	兰州铝业	山东铝业
20日平均收盘价	9.4	15.8
30日平均收盘价	9.5	15.7
60日平均收盘价	9.2	16.0
90日平均收盘价	8.7	15.8
11月27日收盘价	9.50	16.65
换股价格	11.88	20.81

表5 兰州铝业、山东铝业股东享受的直接溢价

	兰州铝业	山东铝业
股票停牌时价格	9.50	16.65
换股价格	11.88	20.81
享受的溢价	25.05%	24.98%

表6 公司2007业绩预测(不考虑摊薄因素)

	中国铝业	兰州铝业	山东铝业
07年EPS	0.77	0.74	0.60
PE给予考虑因素	行业周期性;公司所在行业的地位;对风险因素的抵御能力;财务状况;业绩成长判断;国际铝行业公司估值*		
PE	9.0	10.0*	12.0
07年合理股价	6.9	7.4	7.2
与停牌前一天股票收盘价格比较	折价10.9%	溢价22.1%*	溢价56.7%
数据来源:换股吸收合并暨股权分置改革说明书			

注:1、兰州铝业考虑到行业盈利能力反转,估值水平提升

2、附国际铝行业公司估值表(2006年11月28日)

	07PE
Alcan	9.1
Alcoa	10.1
National	9.6
Chalco	8.9
数据来源:BLOOMBERG,国泰君安证券研究所	