

自下而上把握资产注入的投资机遇

国泰君安研究所

一、资产注入:投资需过“三道关”

股改以来,资产注入成为我国证券市场的一大热点。目前上市公司注入资产的主要方式有六种:定向增发或以自有资金收购大股东优质资产;作为股改对价;大股东通过资产置换偿还历史欠款;借壳上市;通过吸收合并的IPO方式引入新的上市公司资产;控股股东变更所引起的优质资产注入,其中以定向增发或以自有资金收购大股东优质资产为主流。

资产注入之所以引人注目主要是因为其可以快速提升上市公司业绩,并使股价成倍上涨,典型案例有泛海建设、驰宏锌锗和中国船舶等。部分资产注入还可以解决与大股东关联交易问题,如青岛海尔等。

从毛利率数据来看,我们认为目前并不存在自上而下的整体资产注入机会。上市公司盈利能力整体好于全部工业企业,资产注入需要甄别对待,风险主要体现在:

- 1)注入资产盈利能力差,中长期不利于上市公司整体业绩提升,反而成为累赘;
2)即使注入资产盈利能力强,但是由于注入价格太高,注入资产带来净利润的提升无法抵消股本扩张带来的每股收益摊薄,损害原有股东利益;
3)最大的风险还在于资产注入大都存在很大不确定性,一旦注入失败或大股东放弃资产注入,则投资者可能遭遇重大损失。

为规避风险,我们认为把握上市公司资产注入带来的投资机会不仅需要自上而下的“望远镜”,更需要自下而上的“放大镜”。具体来说,需要严把以下三道关:

1、资产注入的动机
大股东注入资产的动机各不相同,不同的注入动机将带来不同的收益和风险分布。按照动机不同,我们大致可以把资产注入分为两类:
(1)自上而下政策性推动的资产注入。为了提升国有经济核心竞争力,2006年12月国资委下达《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,明确指出了大力推进改制上市,提高上市公司质量。积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市,鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式,把主营业务资产全部注入上市公司”。其目标是:到2010年国资委履行出资人职责的企业,调整和重组至80-100家。

资产注入的投资机会主要集中在央企整合重组。截至2008年2月,央企总数已经调整至150家左右,这些央企隶属的上市公司大约200家。统计显示,2007年央企主营收入和利润总额均超过全部A股上市公司总和,说明央企整合仍有巨大潜力。具有资产注入投资机会的行业集中于国资委明确要求国有经济保持绝对控制力和影响力的行业,根据国资委《指导意见》,关注三大类行业的发展战略:

第一、国有经济要对军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等七大行业保持绝对控制力,一些重要骨干企业发展成为世界一

流企业(65-50家大企业集团);

第二、国有经济对装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工等行业的重要骨干企业保持较强控制力,这一领域国有资本要保持经济影响力和带动力;

第三、机械装备、汽车、电子信息等行业的重要骨干企业,国有资本在其中保持绝对控股或有条件的相对控股。

(2)自下而上大股东推动的资产注入。和自上而下注入资产不同,这类资产注入动机更为复杂,投资者需要区别对待。

第一、大股东和上市公司利益趋于一致,大股东具有做大做强上市公司的动力。据国务院发展研究中心中国企业家调查系统日前发布的2008年调查报告显示,截至2007年,上市公司中有58.3%的经营者未在本企业持有股份,仅有5.8%的经营者持股比例达到51%-99%。显然绝对控股股东若同时身兼经营者,将具有更大的动力去做大做强上市公司市值。

第二、解决关联交易问题。近年来管理层不断加强对上市公司与大股东关联交易的监管,大股东可能迫于压力减少关联交易,注入相关资产便是方法之一。

第三、解决上市公司面临的困境。这类注入包括解决脱股难题、实现上市公司扭亏为盈从而避免摘帽等。

第四、大股东以次充好,将劣质资产打包上市,以谋求不可告人的私利。对于这类资产注入,投资者尤其需要提高警惕。

2、资产注入的质量

我们将注入资产的质量按照每股收益的受益程度分为四类:

第一类是短期和长期均无法增厚每股收益,对这类资产注入理应回避;

第二类是短期增厚每股收益,但长期无法提升公司盈利能力,此类资产注入只适合波段操作;

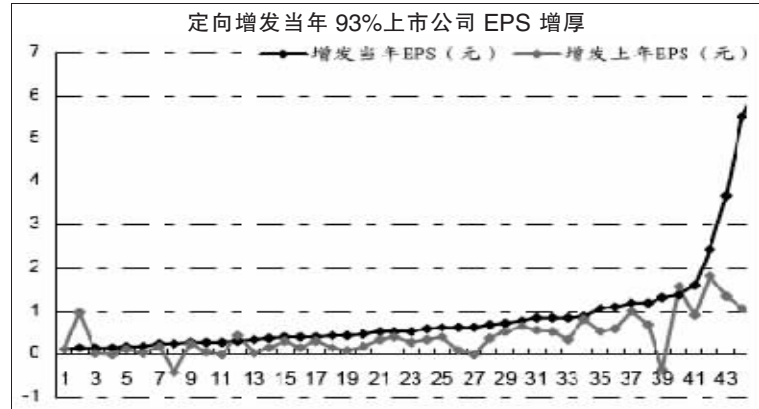
第三类是短期摊薄每股收益,但长期可以提升公司盈利能力,这类机会具有投资价值。若股价因收益摊薄而下跌,更是长期投资者介入的良机;

第四类是短期和长期均可增厚每股收益,此类资产注入是投资的最佳标的。

我们选取2005年至今已经实施定向增发注入大股东资产的共计75家上市公司作为考察样本,以上市公司公告定向增发预案作为考察时间点,来分析市场对于上市公司资产注入行为的反应。

在上市公司公布增发预案注入资产前后,投资样本公司股票平均都可获得超额收益(相对于该公司行业指数),并且随公告日临近,超额收益有所减少,而在预案公告日后,超额收益平均呈现递增趋势。从预案公告日至今平均获得相对行业超额收益率61%,超额收益率的中位数为16%。实证表明:资产注入带来显著的投资机会,股价将逐步反应上市公司业绩的提升,而不是单纯炒作概念。

我们会同行业研究员,自下而上找出17家具有资产注入投资机会的个股。这些个股基本面良好,又有资产注入计划或预期,不乏投资机会,研究员给予“增持”评级。这17只股票是:
商贸零售业:小商品城、重庆百货和新世界;
交通运输业:大秦铁路、中远航运、中国远洋和日照港;
航天军工:火箭股份、洪都航空;
旅游酒店:华天酒店;
农业:新希望;
食品饮料:五粮液;
房地产:中粮地产、华侨城A;
机械:广船国际;
电力:国电电力;
钢铁:安阳钢铁。



近年来,资产注入总体上提升了上市公司业绩。从2006年、2007年实施定向增发注入资产的45家上市公司来看,93%的上市公司在增发当年业绩得以提升,平均提升幅度1.2倍(见上图)。

但是也存在部分公司在注入资产后每股收益并未增加,因为某些资产注入即使可以提升业绩,但并不能带来公司基本面的根本改观,业绩仍

受到盈利模式和行业周期波动的影响。典型案例是驰宏锌锗和株冶集团,两家公司同为有色板块,近两年大股东都有资产注入行为,但两者每股收益和股价走势差异明显。

2006年驰宏锌锗注入云南冶金集团昭通铅锌矿后每股收益大幅增厚,每股收益从2005年的0.82元大幅飙升至2006年的6.25元,股价也因此大幅上涨,预案公告后最大涨幅达15倍,远强于市场和行业;而株冶集团2007年4月正式注入10万吨铅冶炼系统、稀有贵金属综合回收系统和动力、供电、水处理等辅助生产系统资产与其相关联的负债以及部分对外投资股权后,

受到冶炼行业成本上升影响,每股收益从2006年的1元下降到2007年的仅有0.16元,股价也在绝大多数时间走弱于市场和行业,至今相对行业指数下跌143%。

3、资产注入前后的股价
考察资产注入投资机会的最后一道环节是分析股价,若股价已经充分反映了上市公司资产注入预期,这类股票并不具备投资机会。

我们会同行业研究员,自下而上找出17家具有资产注入投资机会的个股。这些个股基本面良好,又有资产注入计划或预期,不乏投资机会,研究员给予“增持”评级。这17只股票是:
商贸零售业:小商品城、重庆百货和新世界;
交通运输业:大秦铁路、中远航运、中国远洋和日照港;
航天军工:火箭股份、洪都航空;
旅游酒店:华天酒店;
农业:新希望;
食品饮料:五粮液;
房地产:中粮地产、华侨城A;
机械:广船国际;
电力:国电电力;
钢铁:安阳钢铁。

我们会同行业研究员,自下而上找出17家具有资产注入投资机会的个股。这些个股基本面良好,又有资产注入计划或预期,不乏投资机会,研究员给予“增持”评级。这17只股票是:
商贸零售业:小商品城、重庆百货和新世界;
交通运输业:大秦铁路、中远航运、中国远洋和日照港;
航天军工:火箭股份、洪都航空;
旅游酒店:华天酒店;
农业:新希望;
食品饮料:五粮液;
房地产:中粮地产、华侨城A;
机械:广船国际;
电力:国电电力;
钢铁:安阳钢铁。

二、自下而上寻找具有资产注入机会的个股

我们会同行业研究员,自下而上找出17家具有资产注入投资机会的个股。这些个股基本面良好,又有资产注入计划或预期,不乏投资机会,研究员给予“增持”评级。这17只股票是:
商贸零售业:小商品城、重庆百货和新世界;
交通运输业:大秦铁路、中远航运、中国远洋和日照港;
航天军工:火箭股份、洪都航空;
旅游酒店:华天酒店;
农业:新希望;
食品饮料:五粮液;
房地产:中粮地产、华侨城A;
机械:广船国际;
电力:国电电力;
钢铁:安阳钢铁。

我们会同行业研究员,自下而上找出17家具有资产注入投资机会的个股。这些个股基本面良好,又有资产注入计划或预期,不乏投资机会,研究员给予“增持”评级。这17只股票是:
商贸零售业:小商品城、重庆百货和新世界;
交通运输业:大秦铁路、中远航运、中国远洋和日照港;
航天军工:火箭股份、洪都航空;
旅游酒店:华天酒店;
农业:新希望;
食品饮料:五粮液;
房地产:中粮地产、华侨城A;
机械:广船国际;
电力:国电电力;
钢铁:安阳钢铁。

(执笔:章秀奇)

自下而上具有资产注入投资机会的个股推荐

Table with columns: 股票简称, 资产注入预期, 风险提示. Lists 17 companies like 小商品城, 重庆百货, etc., with details on their asset injection plans and risks.

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:4月8日至4月23日)

Table showing stock ratings and target price increases from various institutions. Columns include 股票代码, 股票名称, 机构名称, 机构评级, 发布时间, 目标价, 4月23日收盘价, 目标涨幅(%), and quarterly performance (EPS, PE).

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。

2) 以上研究成果只反映卖方

机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也要注意区分研

究员的研究水平、注意卖方机构观点出后市场的反映情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预测水平的指

标,将对您的投资提供新的依据。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

证券交易印花税由3%调整至1%

经国务院批准,财政部、国家税务总局决定从2008年4月24日起,调整证券(股票)交易印花税税率,由现行3%调整为1%。

联合证券:

在前股市场接近50%的惨烈下跌过程中,监管层竟然始终保持沉默,似乎在等待一个有利的出手时机。中石油的破发和3000点的岌岌可危,看来是触动了监管层的底线。而对于限售股的出手,直指市场心腹之患,以此作为标志,一系列的“救市”措施和持续较长、力度较大的市场反弹即将展开。如此看来,印花税下调似乎是预料之中的系列“救市”措施之一。具体到印花税法下调政策本身来看,它降低了交易费用,活跃了市场,同时也会对提高券商业绩具有实质性影响。但是我们希望投资者认识到此次反弹的实质:宏观经济减速预期并未改变,反弹更多是出于政策信号转暖的考量。

安信证券:

政府救市态度明确,预期印花税法下调将成为导火线促使市场短期反弹,3000点将成为短期政策底部,预期短期内A股市场将在20-25倍PE区间波动。除政策因素外,海外市场A/H价差与企业盈利增长对A股市场的稳定也至关重要。短期建议首选配置金融股,其次是煤炭、钢铁、建材等业绩增长较快的周期性行业。受制于货币政策,目前A股市场仍处于向下趋势中。如果政府在未来三个月仍然无法在通胀与经济增长之间找到平衡点,我们判断A股市场估值中枢将继续向下修正。

齐鲁证券:

从前期证监会连续审批新基金发行,到限售股转让指导意见,到降低印花税率,可以说3000-3200点作为政策底,管理层在此区间已经开始施展“救市组合拳”,意图不言自明。反映出政府对待资本市场的态度,对于稳定股市的作用不可小觑。在目前股市资金面趋紧情况下,调整印花税率相当于为市场提供了增量资金,可以肯定的是股市实质性利好。目前行情处于3200点的周期最大支撑位置,市场高开之后短期行情会有所震荡,但后期市场活跃度提高已经确定。单纯从调低印花税率征收比例看,仅是改变目前高交易成本的一个手段,对市场机制结构及有效引导正确投资理念和思路并未起到决定性作用。因此完善的资本市场税收政策,鼓励中长期投资,抑制短期投机,促进资本市场长期健康发展仍然任重道远。

中金公司:

印花税法下调为投资者“减负”,股市短期反弹可期,但是持续性不强。政府政策取向充分体现监管层对于股票市场的呵护态度,这种态度对于稳定当前投资者悲观情绪无疑能起到积极的作用。尽管股市短期反弹可以期待,但印花税法下调是一个不改变趋势的因素,特别是回顾历史也得出必然上涨的理由,但可以肯定的是,我们的股市还有很多问题,特别是同一行业的不同公司之间的股价结构不合理,估值水平没有拉开差距。从积极的方面看,主要行业的有代表性公司股价已经实现与H股的接轨,A-H同步发行的股票维持基本同步。由于发行价导致的二级市场成本不一致而形成的中国石油、中国石化等相对H股的高溢价,不能简单理解为我们的股市不健康,而应该在未来通过改革发行机制来促进二级市场的合理定价。综合判断,大盘有望在二季度重回4000点之上。

申银万国:

政策密集出台,在表明管理层态度外遏制了投资者恐慌情绪,恢复了部分信心。相关政策一方面缓解投资者对流动性担忧,另一方面直接降低交易成本,都有利于投资者。政策性反弹已经确立,我们估计未来2-3周内市场将逐步反弹,上证综指或许能够回到3800点以上。初期个股普遍反弹,直接受益于政策的券商类、金融类股票弹性更大。

天相投资:

规范限售股流通、下调印花税率、规范再融资是恢复市场信心的必然举措,可以说前两条都已经得到政策上的落实。我们判断政府监管部门已经有意图通过政策来稳定市场,稳定投资者情绪和信心,那么后期股市走强预期会进一步增强。虽然印花税法下调是一个不改变趋势的因素,特别是回顾历史也得出必然上涨的理由,但可以肯定的是,我们的股市还有很多问题,特别是同一行业的不同公司之间的股价结构不合理,估值水平没有拉开差距。从积极的方面看,主要行业的有代表性公司股价已经实现与H股的接轨,A-H同步发行的股票维持基本同步。由于发行价导致的二级市场成本不一致而形成的中国石油、中国石化等相对H股的高溢价,不能简单理解为我们的股市不健康,而应该在未来通过改革发行机制来促进二级市场的合理定价。综合判断,大盘有望在二季度重回4000点之上。

国泰君安:

3000点已经成为一个坚实的政策底部,规范大小非只是组合拳的一部分。在经历周一的高开低走后市场信心濒临崩溃,管理层此次降低印花税率,政策推出之快超出市场预期,而且在幅度上也超出了单边征收的市场预期,一定能起到力挽狂澜的作用。降低印花税率对市场的实质作用在于降低交易成本,促进交易量,2007年全年印花税率超过2千亿,大量抽取了市场资金,而且该印花税率在全世界也是最高的。此次降低印花税率对补充市场流动性也起到了积极作用,实现了让利于民。但更重要的是印花税法下调体现了管理层对市场的重视和支持,为市场信心提供了支撑。我们相信组合拳仍未打完,规范再融资、股指期货、融资融券等政策都将择机出台,管理层将会该出手时就出手。随着印花税率下降,市场将展开中期反弹。

兴业证券:

3000点成为“政策底”,原因在于,第一,即使没有“救市”政策,市场下跌空间也有限,2500-2800可能成为“市场底”。第二,印花税法下调和限制解禁股减持方式组合出击,降低投资者成本,稳定大小非抛售预期,对投资者信心恢复有非常积极的作用。伴随着A股累计跌幅超过50%,跟海外估值差距不断缩小,信心恢复可能推动A股出现一轮反弹,而反弹在3800点一线可能遭遇阻力。如果经济硬着陆风险增大,政策底下的反弹将意味着更深的下跌,参与时仍应留一份清醒。