

专题策略

2011 年 5 月 6 日

主要投资渠道收益率对比分析

- **一是投资冲动依然。**在大规模货币投放发酵背景下，尽管货币政策紧缩预期尚未消退，资金格局处于阶段性、结构性充裕状态，局部的资金处于促使投资意愿强烈将持续，大资金寻找合适的投资渠道仍然存在较大难度，泡沫的普遍抬升使得各个渠道的投资收益率普遍下降，在该背景下衡量各个投资渠道只是量的比较而非质的区别。
- **二是各个投资渠道收益率呈下降趋势。**与资本市场相关的投资渠道对比后发现，货币市场收益率较为稳定，波动不大；二级市场和基金收益率基本相当，但并不理想甚至出现负收益；新股一级市场收益率逐渐走低，也甚至出现了负收益情况；非公开发行收益率尽管走低，仍然有一定空间。
- **三是非公开发行投资收益率跟大盘估值相关度较高。**细致分析非公开发行的投资机会，发现其收益率大小跟市场估值水平相关度较高，而与发行规模、是否央企、行业特征都不显著相关，因此，判别非公开发行收益状况主要要判别市场估值水平的情况。从未来一年的估值来看，我们对整体估值维持相对谨慎态度，主要是基于上市公司业绩增速维持相对稳定较难有大幅提高的判断，明年上市公司业绩增速不会大幅超过今年的 20% 左右水平，估值维持在 20-25 倍附近的合理区域有较大可能性，则整体上非公开增发投资的收益率也不会很高。预计跟今年持平 10-20% 左右的可能性比较大。

相关研究

《经济下滑先防守，放松预期后进攻——2011 二季度投资策略报告》
2011.03.22

策略高级分析师

吴一萍

SAC 执业证书编号：

S0850203100093

电 话：(021) 23219387

Email: wuyiping@htsec.com

联系人：

汤慧

电话：(021) 23219733

Email: tangh@htsec.com

目录

1. 资金的结构性宽松使得投资意愿仍然强烈.....	5
1.1 存量货币发酵导致资金结构性充裕的基础雄厚.....	5
1.2 资金的封闭式循环导致的结构性宽松格局.....	6
2. 资本市场和货币市场投资收益分析.....	7
2.1 几个市场的简单对比.....	7
2.2 收益率对比.....	8
3. 关于非公开发行投资机会的细致讨论.....	11
3.1 非公开发行收益率与大盘估值显著相关.....	11
3.2 小规模公司非公开发行可获得相对良好收益率水平.....	13
3.3 央企下属公司非公开增发收益率情况并无明显优势.....	13
3.4 非公开增发收益率与行业的相关性不显著.....	14
3.5 小结.....	16
4. 结论.....	18

图目录

图 1	2008 年以来资金价格和大盘的关系	5
图 2	2010 年以来资金价格和大盘的关系	5
图 3	各国 M2/GDP 的情况	6
图 4	上市公司再融资的规模在扩张	8
图 5	发行市盈率较以往已明显高出	8
图 6	新股收益率和大盘走势对比	9
图 7	二级市场绝对收益率水平处在较低位置	9
图 8	基金绝对收益率水平表现也不尽理想	10
图 9	目前国债收益率水平相对较稳定	10
图 10	上证所 7 天质押回购利率水平在 2%-3% 上下波动	10
图 11	非公开增发估值和收益率对比	12
图 12	非公开增发估值和大盘对比	12
图 13	非公开增发收益率和大盘对比	13
图 14	2006 非公开增发各行业收益率情况	14
图 15	2007 年非公开增发各行业收益率情况	15
图 16	2008 年非公开增发各行业收益率情况	15
图 17	2009 年非公开增发各行业收益率情况	15
图 18	2010 年非公开增发各行业收益率情况	16
图 19	2011 年非公开增发各行业收益率情况	16
图 20	大盘和估值对比	17
图 21	2010 年沪深 300 业绩预期的变化情况	17
图 22	2011 年沪深 300 业绩预期的变化情况	17
图 23	从较长时间段来看小盘股溢价存在降低的要求	18

表目录

表 1	A 股大盘和股票型基金目前绝对投资收益情况均欠佳	10
表 2	非公开发行解禁期在牛市期间能获得明显的高收益率	11
表 3	非公开发行规模在 30-50 亿元的收益率最高	13
表 4	央企上市公司的非公开发行整体收益率状况略好，但优势不明显	14

1. 资金的结构性宽松使得投资意愿仍然强烈

从去年四季度以来，货币政策的紧缩倾向逐渐显露。自去年 11 月份连续多次上调存款准备金率使得准备金率达到历史高位的 20.5%，而加息也有四次，总体上央行紧缩政策的态度依然是比较明朗的。尽管在一个阶段来看央行的紧缩性货币政策仍将持续，这从近期央行的一季度货币政策执行报告中透露的其对通胀的担忧仍然存在就可以看出来，我们并不对整体的资金格局抱有乐观态度，流动性的收紧在紧缩政策的累积效应下将逐步呈现，但是，从结构性角度来看，资金面的结构性宽松是非常明显的，我们从资金价格的维持低位就可以看出来。

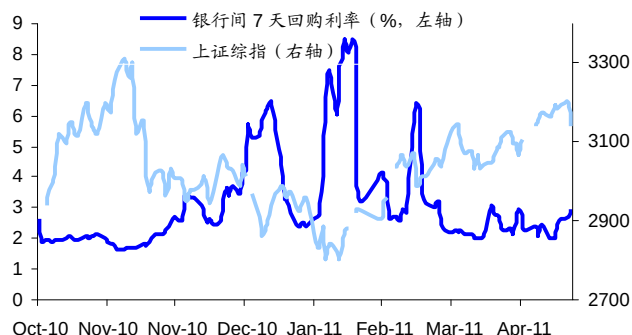
尽管不具备非常完备的解释性，我们还是只能选取银行间市场的资金价格来作为市场价格，我们将资金和股指的波动描述如下：

图 1 2008 年以来资金价格和大盘的关系



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 2 2010 年以来资金价格和大盘的关系



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

从上图我们不难看出，资金价格对资本充裕程度有一定的解释性，从该价格来推断市场方向也有一定的依据。这是因为资金的充裕是结构性的，并非整体性的，局部的资金充裕并不代表全社会的资金充裕。但是，也正是局部资金的充裕导致了投资渠道的不匹配，在负利率状态下投资冲动仍然相当突出。

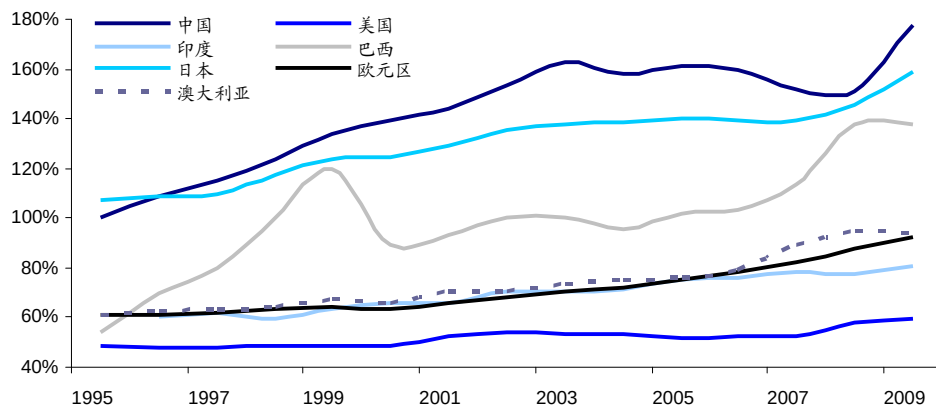
这里有几个因素导致资金的结构性充裕：

1.1 存量货币发酵导致资金结构性充裕的基础雄厚

金融危机之后大量的货币投放导致基础货币的膨胀速度超出了经济增长的需要。大量的资金游弋在实体经济之外，无时无刻不在寻求合适的投资机会，也制造了大量的泡沫。存在资金发酵的体现无处不在，从绿豆到艺术品都免不了资金的冲击。

我们用 M2/GDP 这个相对比重来描述存量货币的状况，用该指标可以比较贴切地反映出货币和经济体量相互配比的情况，从而可以看出货币溢出的情况到达怎样的程度。我们选取了多个国家作为样本来加以讨论，从横向对比来说明情况。

图3 各国 M2/GDP 的情况



资料来源：WIND 资讯，Bloomberg，海通证券研究所

上图非常清楚地向我们陈述了中国和其他国家货币和经济体量的对比情况。我们看到，尽管各国经济由货币推动的上升趋势都较为明显，但是 M2/GDP 的上升速度却有着明显的区别。处于高位的国家分别是中国、日本和巴西，而澳大利亚、欧洲、印度和美国则相对上升缓慢。

这张图告诉我们这样几个事实：一是近十年来各个国家都在使用货币扩张的手段，和自身的经济体量相比，货币的超发现象都较为明显，那么全球货币存量的上升是一个逐步累积和加剧的过程。而且这个过程的延续从目前看来并没有停止的迹象。

二是中国和其他新兴市场相比，货币推动经济的力量更加明显超过经济体量，特别是在 2008 年金融危机之后非常手段挽救经济所采取的大量货币投放导致这种格局愈发突出，曲线上升的斜率十分陡峭，这跟其他国家平稳格局形成鲜明对比，中国的货币存量溢出问题较其他国家要严重得多。这也是存量货币发酵效应体现在很多领域的结果。

三是美国实际上其货币供应和 GDP 的匹配一直比较平稳，这个现象该如何解释，是美国超发的货币都流到别的国家去了还是它庞大的衍生品市场吸纳了呢？我们在没有确切证据之前无法得出相应的结论，只是从对比美国和其他国家的 M2/GDP 比重来看，美国的状况要稳定和安全得多。

因此，从这个角度来看，存量货币的溢出效应是必然的，这是全球范围内共存的问题，而中国的存量货币溢出效应要较其他国家更为激烈。

1.2 资金的封闭式循环导致的结构性宽松格局

我们回到文章开头讨论的问题，为什么紧缩政策实施已经有一段时间了，但是资金价格却停留在低位呢？资金究竟是宽松还是紧张？

我们需要讨论两个方面的问题：

一是拐点的含义。资金价格的拐点实际上意味着货币政策效用的拐点，判断未来的政策走向和前期的紧缩效应累积是否在目前节点发酵是有一定难度的，紧缩力度的加码是否已经到了一个必要的程度？我们从央行的思路来看，依通胀为准绳的政策导向将会是今后一段时间内存在的现实，那么更多的可能不是拐点、而是持续的攀升，上台阶是逐步的，但却是紧缩效应可能是累积的。那么从当前来看这种压力比较明显。这是从比较长的时间段来考虑的问题。

而从一个较短的时间段来看，存量货币发酵和紧缩政策的角力将维持，并不能够就判断资金面转向的拐点就已经来临。换句话说，资金趋紧的大背景下局部宽松仍将持续。

二是资金循环的封闭和脱节造成可能的判断错觉。尽管我们选取的资本价格是一个公开的市场价格，但其解释度或者说代表性是值得怀疑的，换句话说，很可能资本循环系统的脱节是越来越严重而导致资金价格的错觉。资本脱媒造成很多资金的体外循环，民间资本价格和市场价格差距无法用两个市场的打通来消除，这种差距的存在不但没有缩小和消失，而是随着资源配置的越来越集中而使得循环越来越封闭。所以，银行间市场的价格失真可能是越来越明显的。那么这种状况导致的判断错觉也可能发生。

从另外一个角度来理解这个问题，资金的错配情况可能不是减弱，而是越来越严重，对于持有大量资金的优势群体在各个投资领域泡沫升温的格局下是越来越难以寻找到合适的投资渠道的。这种错配将持续存在，资金的结构性的充裕也将持续。

2. 资本市场和货币市场投资收益分析

下面我们就对大机构资金可涉足的投资领域简单作一个收益率对比分析，试图揭示出风险收益比较高的可投资途径。

我们着手对现有的几个投资渠道来加以对比：资本市场中的一级市场、二级市场、非公开增发，依托于股票市场运作的基金，以及货币市场。

2.1 几个市场的简单对比

从参与投资者的角度来看，投入资金规模的限制、时间成本以及收益率是关心的主要因素。我们先从市场容量、流动性、估值泡沫等角度来对上述市场作一个简单对比。

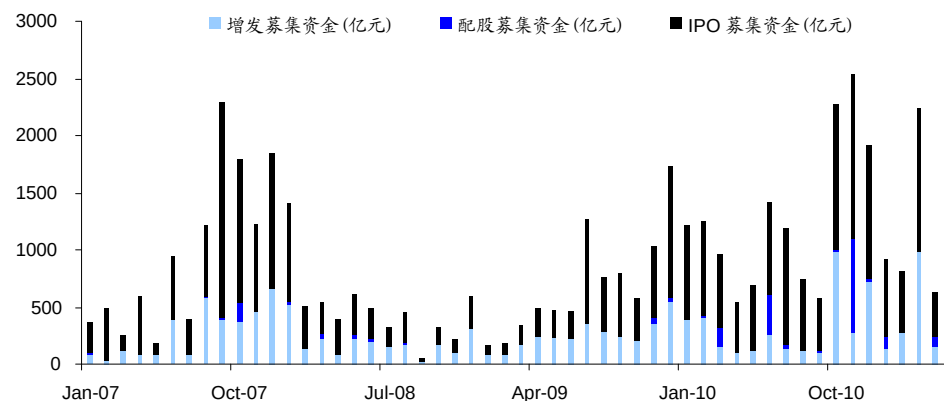
一是从流动性角度来看，二级市场 > 基金 > 新股 > 非公开发行。非公开发行通常需要锁定 12 个月；新股 IPO 网下认购通常只要 3 个月；基金的申购赎回也较为方便、流动性较好；而二级市场是及时的、T+0 交易，所以，非公开发行的流动性成本相比是最高的、参与非公开增发需要锁定较长时间。货币市场流动性也较好，基本上和二级市场相当。

二是从投入资金规模来看，市场容量最大的是货币市场和股票二级市场，新股一级市场和非公开发行、基金申购都可能受到规模的限制。不过，对于单个股票来说，二级市场可投入规模受到买卖盘的限制而对大资金进出造成一定制约；新股的一级市场囤积的资金不少，无论网上还是网下可投入的资金量也有限，相比起来非公开发行较上述两种方式要灵活得多；对于单个基金来说，申购赎回也通常会受到一定的限制。

三是从估值泡沫比较来看，二级市场 > 基金 > 非公开发行 > 新股 > 货币市场。这个排序略有偏差：因为对于基金来说，封闭式基金存在的折价率可能大于非公开发行、从而估值泡沫小于非公开发行；而随着新股发行市盈率的不断抬升，非公开发行较新股发行的溢价已经在不断缩小甚至估值泡沫小于新股的情况已经发生；货币市场基本上收益率固定，所以泡沫状况是不太存在的。

我们从另外一个角度来看资本市场的内在变化。从融资的结构性的变化来看，近年来上市公司再融资在整体融资规模中的比重逐渐上升，增发已经成为融资的一个重要途径。

图 4 上市公司再融资的规模在扩张



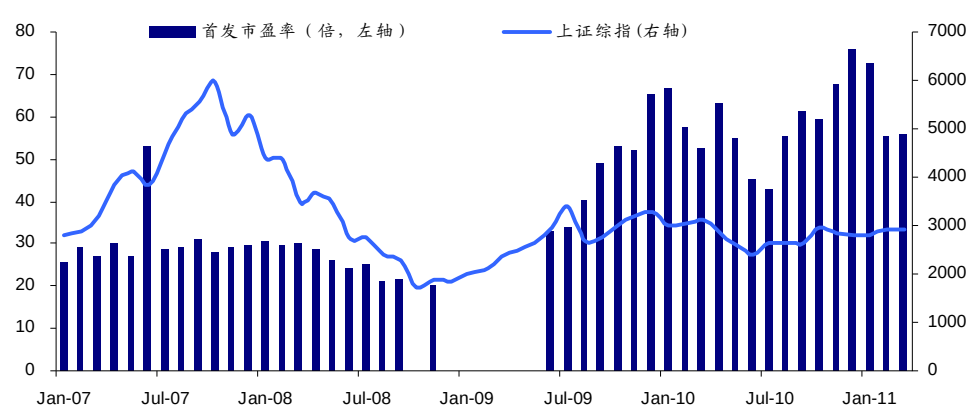
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

2.2 收益率对比

投资者更关心的还是上述几种渠道的投资收益对比，我们下面分别分析资本市场中的一级市场、二级市场、非公开增发，依托于股票市场运作的基金，以及货币市场的收益率情况，关注近期更可能获得高收益的投资渠道。

首先我们考察一级市场。新股 IPO 发行的市盈率抬升是 2009 年新股恢复发行之后发行制度改革的一个举措，目的在于消除一、二级市场之间的较大价差，以形成较好的市场接轨。

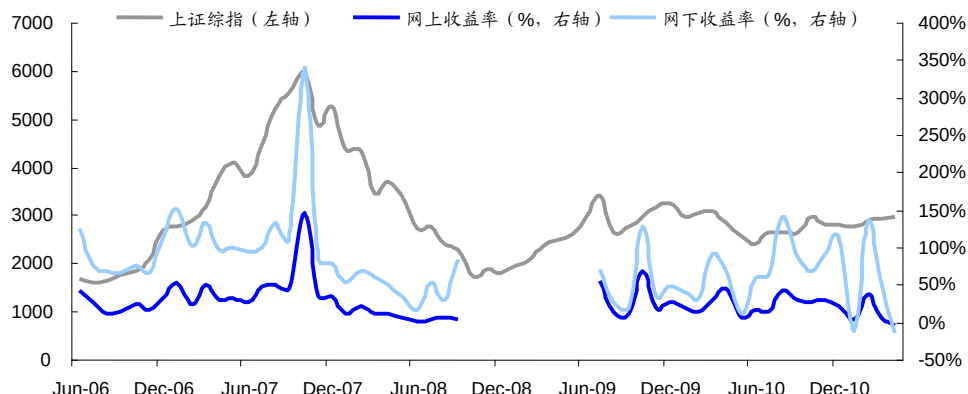
图 5 发行市盈率较以往已明显高出



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

那么，在新股发行市盈率抬升和资金充裕度也提升的双向推进格局下，新股收益率状况如何呢？下图是 2006 年以来新股 IPO 网上、网下认购收益率和大盘走势的对比，从图中可以看出，随着新股发行市盈率的抬升，新股收益率呈现出稳步下降的趋势。网上认购新股的收益率维持相对稳定、但 2011 年显现出逐渐下降的趋势，本月已经比较明显出现负收益的状况。而网下认购的收益率维持在高位稳定的态势，总体上网下认购新股收益率还是比较好的，但本月也出现了负收益率的状态。

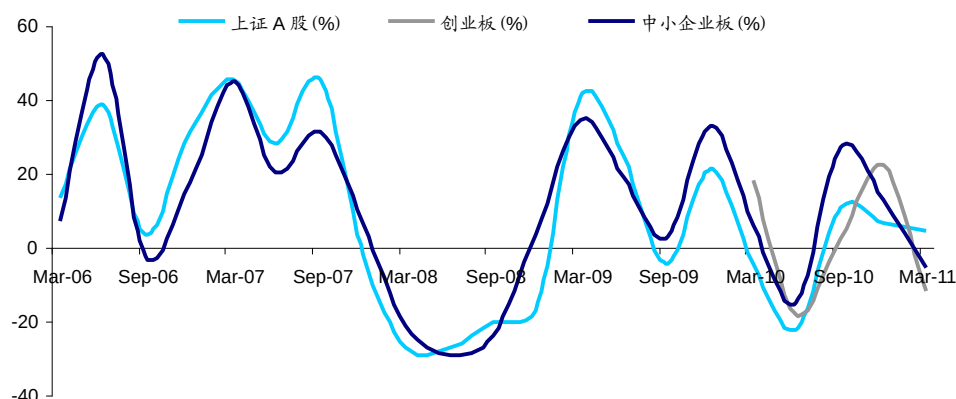
图 6 新股收益率和大盘走势对比



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

在考察完一级市场的表现之后我们来看一下二级市场近期的表现。我们分别分析了上证 A 股、中小板和创业板每季度的区间涨跌幅情况，发现上证 A 股收益率自 2006 年至今呈现出收益率逐渐向中心收敛的状态，即自 2010 年以来市场逐步走入震荡格局中，类似 2006 年和 2008 年大牛市和大熊市的情景不在。创业板和中小板虽然相对主板波动更大，但是目前收益率状况都不尽如人意。

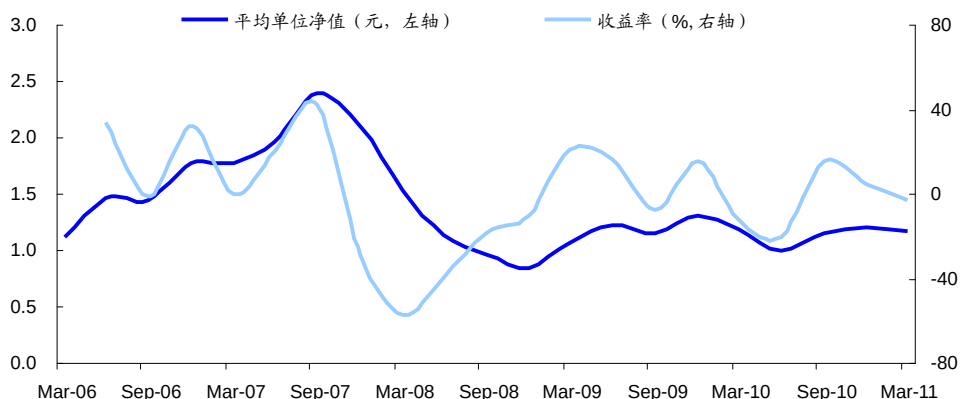
图 7 二级市场绝对收益率水平处在较低位置



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

我们进一步考察基金的收益率情况，看专业投资是否能带来超越大盘的收益。我们选取自 2006 年第一季度以来的所有股票型基金的净值进行简单的算术平均，并计算环比收益率。从图中可以发现，目前基金的收益率水平也处在相对较低的水平，2011 年 1 季度的环比收益率仅在 -2.63% 的水平。

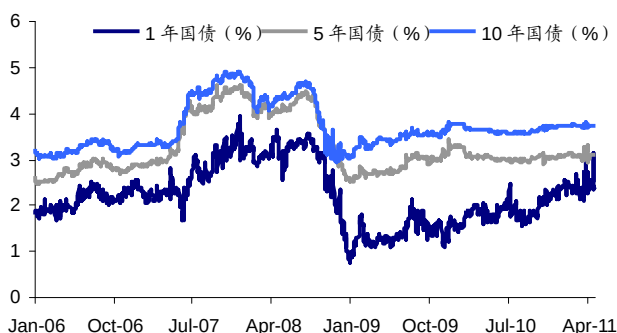
图 8 基金绝对收益率水平表现也不尽理想



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

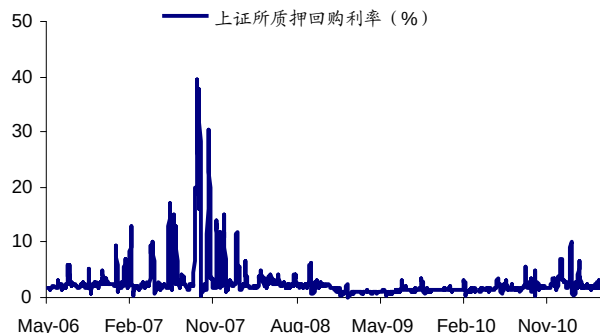
在看完资本市场的收益情况之后，我们转而分析货币市场的收益情况。投资者可以参与的上证所的国债和质押回购利率水平目前都维持在相对稳定的水平，国债收益率根据国债到期期限的不同在 2%-4% 左右浮动，而 7 天质押回购的利率则维持在 2%-3% 左右的水平。当然，遇到银行间市场资金紧张的情况下（如今年春节），7 天质押回购利率也曾达到 8% 左右的水平，但是这已经是相对极端的情况了。

图 9 目前国债收益率水平相对较稳定



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 10 上证所 7 天质押回购利率水平在 2%-3% 上下波动



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

最后，我们总结一下各类投资渠道的年化收益率情况，可以发现自 2010 年以来二级市场投资的收益率收窄，而基金投资并没有获得显著超越大盘的表现；货币市场则长期处于相对稳定的收益率水平。

表 1 A 股大盘和股票型基金目前绝对投资收益情况均欠佳

收益率情况 (%)		2006	2007	2008	2009	2010	2011 年初至今
二级市场	上证 A 股	111.51	167.72	-62.97	103.92	-11.18	5.02
	中小企板	94.01	160.61	-54.62	113.82	28.77	-8.74
	创业板	—	—	—	—	9.69	-18.95
基金	基金投资收益	60.12	45.29	-118.35	42.91	-9.81	-3.76
货币市场	1 年国债	2.34	3.08	0.77	1.49	2.34	2.34
	5 年国债	2.87	4.39	2.53	3.27	3.08	3.10
	10 年国债	3.30	4.69	3.05	3.76	3.73	3.74
	上证所 7 天质押回购	1.05	1.50	1.02	1.00	3.01	2.30

资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3. 关于非公开发行投资机会的细致讨论

本文的这一段我们想深入讨论一下非公开发行可能存在的投资机会。

在对非公开发行和一二级市场的投资情况对比有了一定的认识之后，我们进而需要分析非公开发行自身的收益率所具有的一些规律，我们统计了 2006 年以来以现金方式参与非公开发行的数据，对其收益率情况从总体估值、公司规模划分以及是否央企下属企业分别进行了考察，发现了一定的规律。

3.1 非公开发行收益率与大盘估值显著相关

我们统计了 2006 年以来以现金方式参与非公开发行的数据。从 2006 至今投资者以现金方式参与非公开发行的家数有 488 家，发行价格相对于股权登记日当日收盘价的平均折价率为 25.06%，在 488 家中已经解禁的家数有 283 家，解禁当日收盘价和发行价相比的收益率平均为 68.33%。

非公开发行收益率情况按照年度统计来看，2006 年大牛市开端参与非公开增发而在第二年牛市期间解禁的获利最丰厚、2006 年的收益率达到 233.84%，再其次就是 2009 年熊市末端参与、第二年解禁的非公开增发、收益率为 51.49%；而牛市末端的 2007 年和 2010 年增发价格较高，即便有较好的折扣，收益率也不佳。

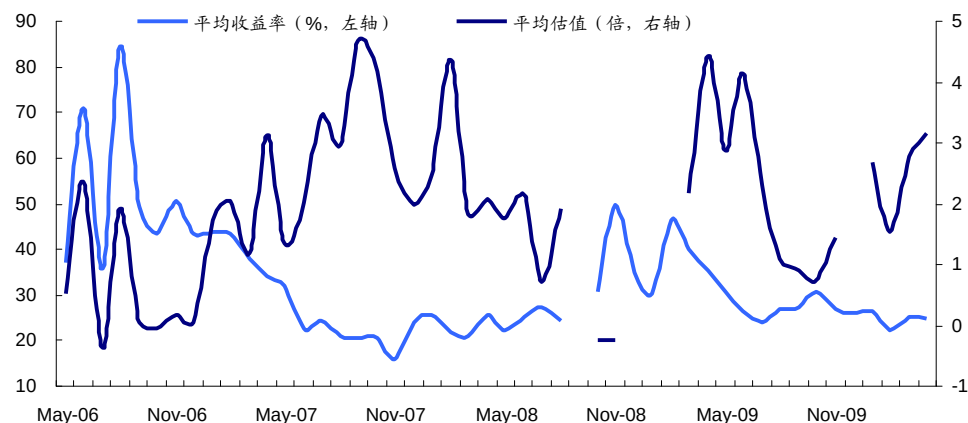
表 2 非公开发行解禁期在牛市期间能获得明显的高收益率

年份	发行公司户数	平均折价率	已解禁户数	平均收益率	实际募集资金(亿元)	平均估值	其中包含央企数量
2006	39	25.10%	39	233.84%	527.97	30.98	5
2007	111	39.21%	109	26.54%	256.20	61.97	15
2008	72	16.64%	53	17.65%	1023.71	35.87	22
2009	90	29.27%	63	51.49%	1661.22	55.47	20
2010	135	22.57%	19	12.14%	2175.83	52.20	17
2011	41	17.55%	0		1182.43	64.78	2
合计	488	25.06%	283	68.33%	6827.37	50.21	81

资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

我们进一步提取了估值和收益率的数据进行对比，发现了比较明确的负相关关系。换句话说，估值对收益率来说是较为主要的决定因素。下图反映出这种负相关关系的存在，而且有一个时间的滞后效应。2006 年的高收益率和高市盈率共存是由于股改红利缘故，在曲线上显露出不匹配，从 2007 年之后都比较明确。

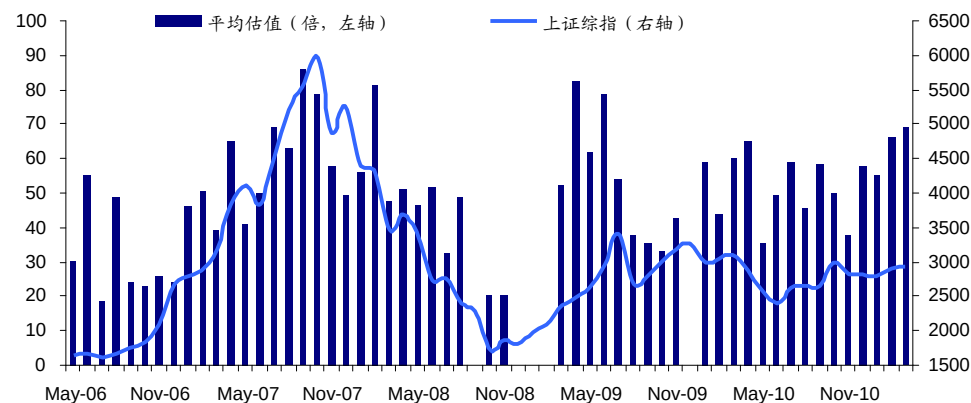
图 11 非公开增发估值和收益率对比



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

我们再来浏览一下非公开增发估值和大盘的关系：

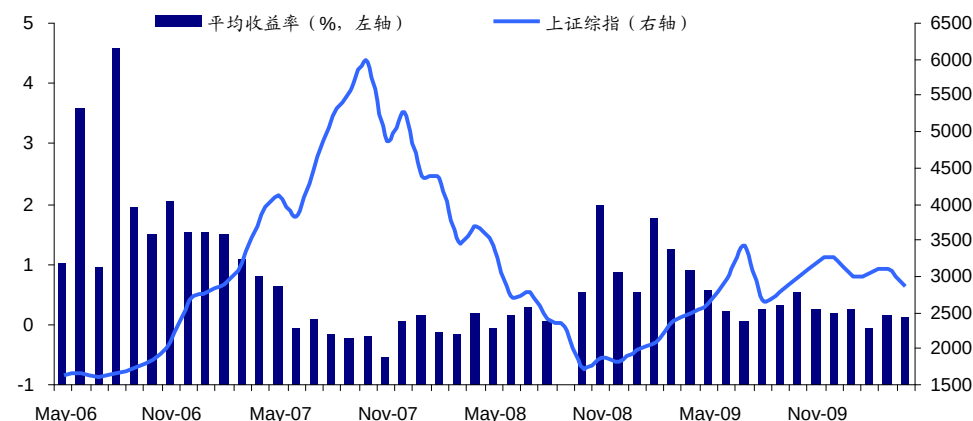
图 12 非公开增发估值和大盘对比



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

从上图不难看出，非公开发行的价格尽管有一定的折扣，但估值随大盘的水涨船高现象仍然是比较明显的，所以对非公开发行投资机会的选择还要视大盘的时点而定。

图 13 非公开增发收益率和大盘对比



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

收益率和大盘对比图反映出来的状况很有说服力：大盘在高位的时候收益率较低，而大盘在低位时收益率较高，这在前面我们也描述过这个现象，这与锁定一年时间、错峰时滞形成了收益率波动。

从当前来看，非公开发行估值处于相对高位，和去年发行的估值水平相当甚至略高，其收益率水平维持相对低位，今年发行、明年解禁的收益率预计也不会特别高。

3.2 小规模公司非公开发行可获得相对良好收益率水平

按照募集规模来区分统计样本，我们看到收益率状况如下：

表 3 非公开发行规模在 30-50 亿元的收益率最高

除控股股东外投资者募集 资金规模（亿元）	发行公司户数	平均折价率	平均收益率	已解禁户数
>=50	30	25.85%	27.64%	12
30-50	21	34.81%	106.98%	10
20-30	30	31.97%	21.21%	18
10-20	67	24.87%	56.96%	39
<=10	314	25.16%	81.20%	193

资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

从发行规模的统计数据来看，介于 30-50 亿元发行规模的非公开增发收益率最高，其次是小于 10 亿元规模的发行，这个数据的合理解释可能是，小规模发行的公司解禁压力较小而获利相对较好，而大规模发行的公司折扣较高、从而获利也较好。

3.3 央企下属公司非公开增发收益率情况并无明显优势

作为一个比较特殊的群体，央企的下属上市公司非公开增发能否带来超额收益，我们也作了进一步的统计。

表 4 央企上市公司的非公开发行整体收益率状况略好，但优势不明显

年份	发行公司户数	平均折价率	已解禁户数	平均收益率	实际募集资金(亿元)
2006	5	22.70%	5	413.15%	57.59
2007	15	40.82%	14	14.03%	228.36
2008	22	16.31%	10	22.27%	186.97
2009	20	32.47%	11	26.00%	438.57
2010	17	23.78%	3	33.18%	307.14
2011	2	15.84%	0		25.82

资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

央企的上市公司非公开发行较整体状况略好一些，其收益率状况要比整体高出一定幅度，不过这种优势不能算是特别突出。这可能跟央企上市公司的质地略好有关，也可能是样本较少的统计缘故、因为央企下属上市公司非公开发行的公司并不多，81 家的样本在总体 488 家样本中所占比重不高，可能数据统计失真。

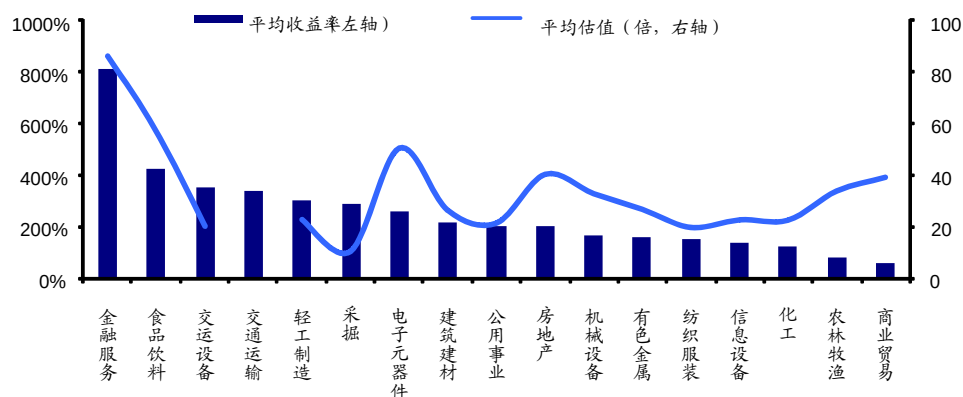
3.4 非公开增发收益率与行业的相关性不显著

我们进一步分析了行业特性，考察非公开发行是否存在行业的超额收益率。

从统计数据来看，每年的收益率座次排名并没有显现出明确的行业特性，每年的行业座次排名都是交替出现的，没有持续性，这可能跟市场对于行业倾向性不敏感有关。

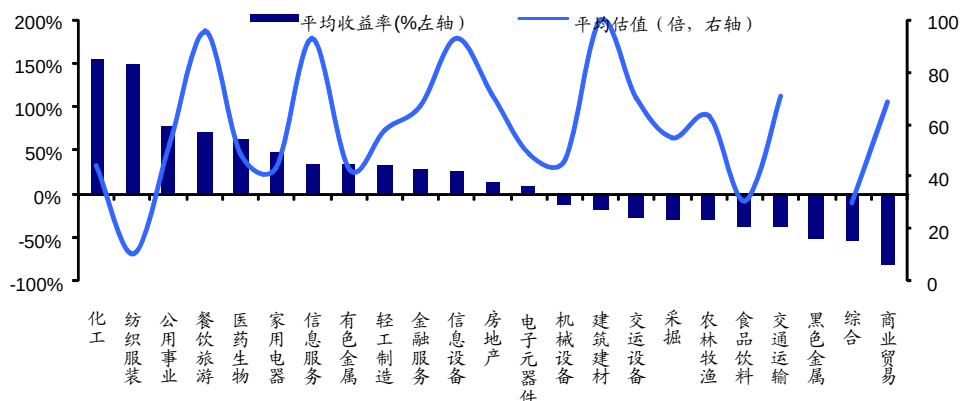
2006 年收益率前五位是金融服务、食品饮料、交运设备、交通运输和轻工制造，后五位是商业贸易、农林牧渔、化工、信息设备、纺织服装；2007 年收益率前五位是化工、纺织服装、公用事业、餐饮旅游、医药生物，后五位是商业贸易、综合、黑色金属、交通运输和食品饮料；2008 年前五位是轻工制造、房地产、金融服务、食品饮料、信息设备，后五位是纺织服装、交通运输、餐饮旅游、电子元器件、信息服务；2009 年前五位是金融服务、轻工制造、医药生物、信息设备、纺织服装，后五位是采掘、商业贸易、有色金属、房地产、公用事业；2010 年前五位是食品饮料、建筑建材、餐饮旅游、农林牧渔、交运设备，由于 2010 年增发的公司没有完全解禁，排名靠后没有完全的参照意义，就不列举了；2011 年也同样没有解禁。

图 14 2006 非公开增发各行业收益率情况



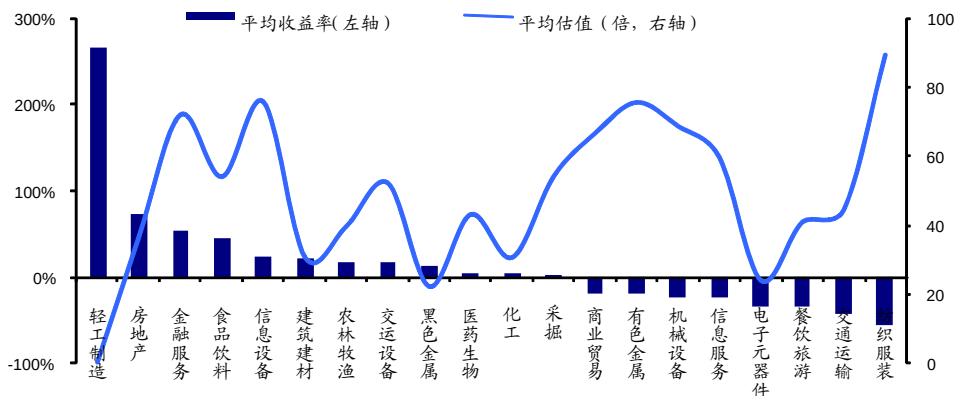
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 15 2007 年非公开增发各行业收益率情况



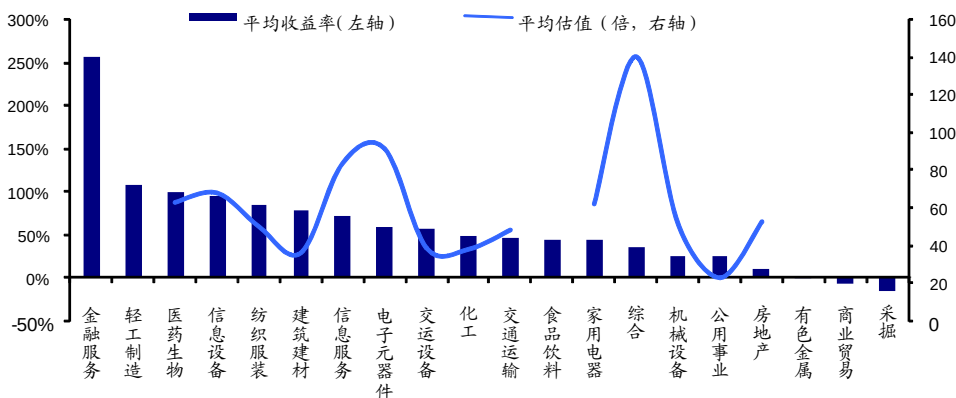
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 16 2008 年非公开增发各行业收益率情况



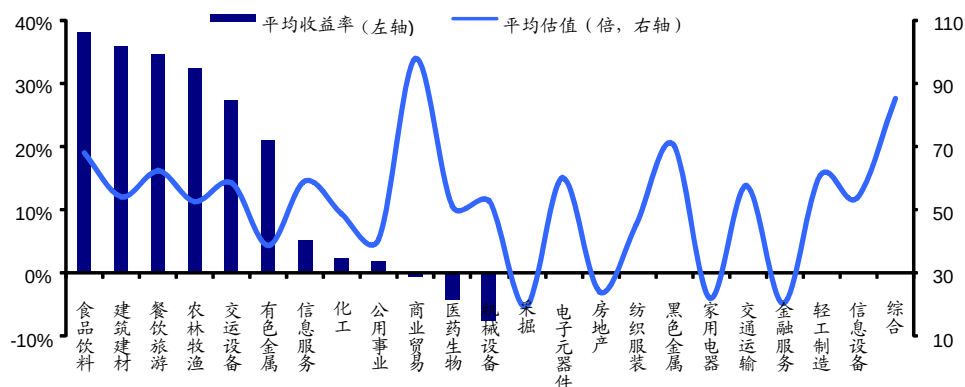
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 17 2009 年非公开增发各行业收益率情况



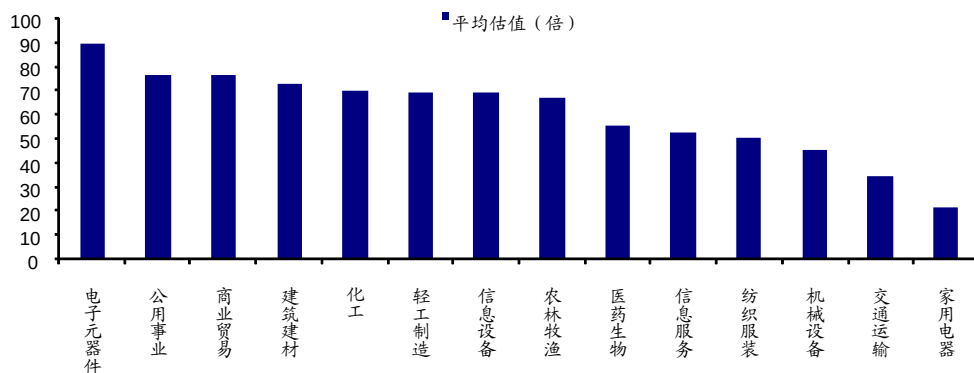
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 18 2010 年非公开增发各行业收益率情况



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 19 2011 年非公开增发各行业收益率情况



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

对比 2006 年以来的行业收益率，很难发现有明显超额收益的行业、也没有特别明显的超低收益率行业，行业特征筛选没有效果。相对来看，金融服务的超额收益率相对较高、但波动较大；医药生物收益率较稳定；而商业贸易收益率较其他行业略低。

因此，非公开增发的投资收益率对行业特征不敏感，在投资选择上参考行业因素的效果不会太突出。

3.5 小结

从以上分析我们得出简要结论如下：

一是收益率高低跟参与发行时市场的估值水平有关，估值越高、其收益率可能不会很理想，而发行时市场低迷估值较低、则锁定一年后的收益率可能较好，因此，收益率的预估要视参与当时的市场估值状况而定。而参与非公开增发的风险也在于此，对估值以及未来市场的判断失误将可能导致投资的失败。

估值和收益率的负相关关系表现在两个方面：一是非公开发行的估值和大盘走势相切合，即便有折扣的不同也仍然是符合大盘估值大趋势的，所以，判断收益率大小实际上也是判断大盘投资机会的大小；二是时间的滞后效应要加以考虑，因为 12 个月以后

解禁的时间滞后风险在于对大盘的趋势预判，整体上仍然是对于估值区间的考量。

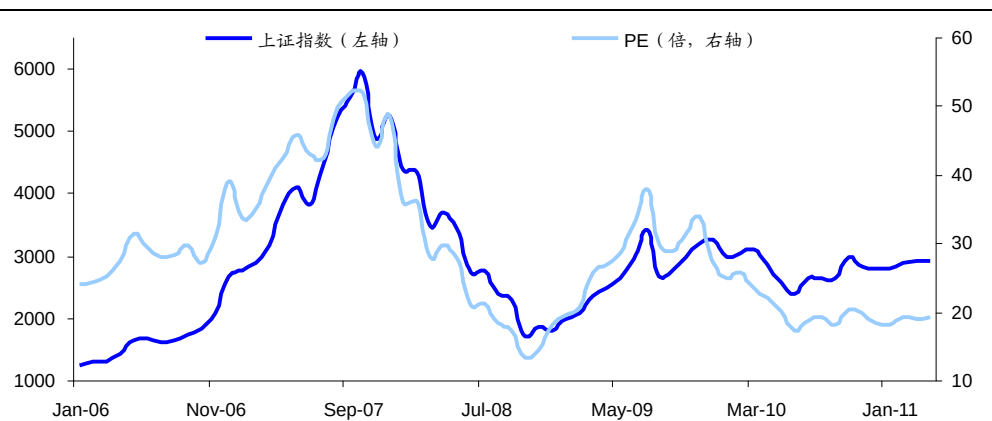
二是央企下属上市公司的非公开增发并没有显露出特别明显的优势，略高的收益率并不代表其明确的优势，很可能是样本数量过少的统计因素所致。

三是规模较小（小于 10 亿元）和规模较大（30-50 亿元）的非公开增发收益率较高，可能跟解禁时的抛压以及发行时折扣有关。

四是非公开发行收益率高低和行业不显著相关，行业特征考察因子没有明显在这个投资选择时起作用。

从上述我们对非公开发行收益率分析来看，机构资金要参与非公开发行的收益率主要取决于大盘估值状况，目前市场的估值处于历史相对低位，安全边际相对较高，参与非公开增发应该有一定的收益率。

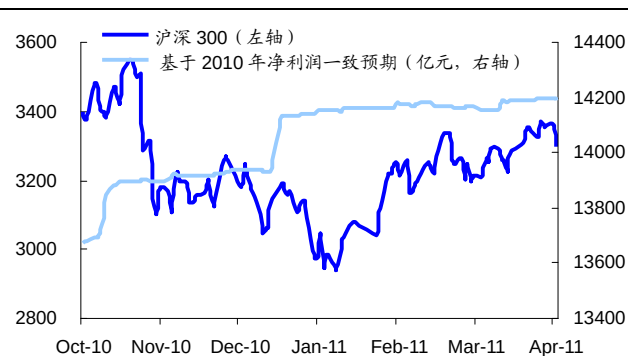
图 20 大盘和估值对比



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

但是，从估值角度来推测非公开增发收益率问题，我们还必须审视几个因素：一是未来估值的提升空间可能不大、收益率不会很大。目前估值包含了业绩超预期的成分，2010 年报超预期集中在权重股板块上面，从而顺延到季报预期以及 2011 年的业绩预期上面。这一基础是否能够获得今年季报以及半年报的支持还需要验证，而且估值的包含也较为明确。

图 21 2010 年沪深 300 业绩预期的变化情况



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 22 2011 年沪深 300 业绩预期的变化情况



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

从上图我们不难看出，在今年 3 月大面积公布年报之后分析师集中调升 2011 年业绩的动作很一致，很明显一致预期有一个爬升的台阶，从原先的 20%左右增速调升至 25%，其实这代表了一种分析师普遍对年报业绩超预期之后的反应，从而这种超预期的想法将顺延给季报甚至半年报。

二是小盘股估值溢价的回归压力。大小盘股的估值透明度差异。大盘股的基本面较为透明、业绩预期也比较明确，除非业绩的大幅度超预期增长，否则估值提升空间不大；而小盘股特别是创业板很多都是科技股，有较好的成长性，估值预期也比较朦胧，尽管存在很多不确定风险，但市场还是愿意给它们较高的估值。这从国外成熟市场的演绎状态来看，也是一个道理。但是硬币的另外一面是这种溢价的持续是存在一定困难的。这是因为这种溢价的程度到达较为极端之后必然会有修复的客观需求，我们从下图来看这种风险已经显露、而且可能会随着业绩超预期的成分越来越弱的情况下逐渐暴露出来。随着季报低于预期的比重有可能还将上升、小盘股地雷也会不断产生，整体的溢价率将降低。

图 23 从较长时间段来看小盘股溢价存在降低的要求



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

因此从估值安全边际来考量，目前虽然处于相对安全的位置，但估值的结构性问题掩盖了其背后的矛盾，这种矛盾将以蓝筹大盘股的稳和小盘股的溢价压缩来实现，所以实际的估值提升空间是有限的。

基于此判断，我们对当前时点下投资非公开增发的收益率持相对谨慎态度，估值的压力还是存在的，大盘蓝筹股估值空间难以打开、小盘股估值溢价需要回归合理，使得估值泡沫较难膨胀。对当下时点参与非公开增发的投资行为，判断 12 个月之后的市场估值状态的话，我们对整体估值维持相对谨慎态度，主要是基于上市公司业绩增速维持相对稳定较难有大幅提高的判断，明年上市公司业绩增速不会大幅超过今年的 20%左右水平，估值维持在 20-25 倍附近的合理区域有较大可能性，则整体上非公开增发投资的收益率也不会很高。预计跟今年持平 10-20%左右的可能性比较大。如果不是当下时点参与、大盘估值修复得以完成的话，估计收益率会略有上升，但总体上要有超预期的收益率水平出现的概率较小。

4. 结论

从前文分析中我们得出以下结论：

一是在大规模货币投放发酵背景下，尽管货币政策紧缩预期尚未消退，资金格局处于阶段性、结构性充裕状态，局部的资金处于促使投资意愿强烈将持续，大资金寻找合

适的投资渠道仍然存在较大难度,泡沫的普遍抬升使得各个渠道的投资收益率普遍下降,在该背景下衡量各个投资渠道只是量的比较而非质的区别。

二是与资本市场相关的投资渠道对比后发现,货币市场收益率较为稳定,波动不大;二级市场和基金收益率基本相当,但并不理想甚至出现负收益;新股一级市场收益率逐渐走低、也甚至出现了负收益情况;非公开发行收益率尽管走低、仍然有一定空间。

三是细致分析非公开发行的投资机会,发现其收益率大小跟市场估值水平相关度较高,而与发行规模、是否央企、行业特征都不显著相关,因此,判别非公开发行收益状况主要要判别市场估值水平的情况。从未来一年的估值来看,我们对整体估值维持相对谨慎态度,主要是基于上市公司业绩增速维持相对稳定较难有大幅提高的判断,明年上市公司业绩增速不会大幅超过今年的 20%左右水平,估值维持在 20-25 倍附近的合理区域有较大可能性,则整体上非公开增发投资的收益率也不会很高。预计跟今年持平 10-20%左右的可能性比较大。

信息披露

分析师声明

吴一萍：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。