

# 调整合理 但牛市未逆转

□中证投资 徐辉

经历下半年4000点到6000点的高歌猛进后,市场在10月底开始显露疲态,进入11月份后空头开始阶段性占据主动地位。市场运行反映了投资者的意向,目前宽幅震荡的运行态势,表明投资者开始思考股价的表象(价格)与股价所代表的实质(价值)的匹配问题。有人得出的结论是市场充满了泡沫,A股估值到了危险的境地;有人却认为,短期的股价高估将被上市公司快速增长的业绩所缓解,中国资本市场依然充满机会。笔者认为目前市场的调整具有合理性,但牛市未逆转。从国债收益的情况看A股调整有其合理性,但投资者也无需过度看空。当前应对之策仍然是加强B股、H股投资,寻求确定的高增长低估值股票。

## 从国债收益率看A股调整具有合理性

从目前10年期国债4.2%左右的年收益率来看,目前股市约47%的静态市盈率所反映的2.13%的收益率确实太低了。这说明投资者给A股的溢价相当高,也同样表明投资者对于上市公司未来的持续增长相当看好——且不管这种增长来自上市公司实实在在的运营的内涵增长,还是来自资产重组、整体上市带来的资本性的外延增长。由于国债的收益具有相当的确定性,所以具有相对的不确定性的股市收益率应当低于长期国债的收益率。也就是说,以目前国债收益率定义的A股收益率应当高于4.2%,反映在市盈率上则是A股市盈率应当低于23.8倍。

当然,如果投资者能够确认上市公司收益将快速增长,从而使得未来股市的市盈率将快速下降到23.8倍以下,那么,我们可以认为市场仍在理性的范围内。从现有的数据来看,鉴于2007年、2008年上半年公司增长将分别达到50%和30%的水平,目前点位下的2007年、2008年年底

的静态市盈率将分别达到43倍和33倍。2009年上市公司利润增长水平将快速回到20%左右,目前点位下的2009年年底的静态市盈率将达到27.5倍。

所以,如果说股价的表象在未来能够与其所代表的实质相匹配的话,那么,一定是出现了两件事情中的一件:其一,我们的证券市场出现了轰轰烈烈的资产注入和整体上市,大规模的价值注入使得股票的价格与价值充分匹配;其二,我们的上市公司未来三年经营性增长超出了我们的预期,使得我们如上的假设显得过于谨慎,从而完成了价格与价值的匹配。否则,我们的市场出现长达数月、或者更长时间的调整的可能性将非常之大。

## 过度看多和过度看空都不对

目前两类券商研究所的观点非常盛行:一是当前市场估值合理,二是当前市场高估了一倍。我们认为,这两种过度看多和过度看空的观点都值得商榷。

首先,对估值合理派的质疑。现在市场流行的一句话是,中国一年抵得上美国三年。它说的是中国GDP增长相当于美国的3倍,而且企业利润的增长速度相当快,企业发展的势头相当猛。在这样一个前提下,有人提出中国A股的市盈率也应当是美国的3倍。目前标普500的市盈率在15倍左右,那么A股45倍市盈率也就基本合理。这一说法值得商榷,因为市盈利是基于企业利润。美国大公司长期的利润增长水平在11%左右,其对应15倍左右的市盈率是合理的;而我们的市场如果要长期达到45倍的市盈率,这就要求我们的上市公司利润长期增长水平应当在30%左右,甚至再高一些。这显然是不可能达到的一个水平。

其次,对“高估一倍”派的质疑。还有一种流行的观点是,当前市场估值水平高出合理水平的一倍左右。这种观点也值得探讨。假设这一观点是正确的,那么目前市场点位要下降5成方合理,届时市场

的静态市盈率将在22.5倍左右(市场在6000点对应的静态市盈率为45倍),到年底市场静态市盈率为21.5倍。这样的估值水平,对应于我们上市公司近年平均20%到30%左右的增长,显然不匹配。所以,这一观点存在较大硬伤。我们认为,目前我国GDP增长水平大体保持在10%左右,而上市公司的长期利润增长水平大体在20%到25%左右。在这样一个大背景下,我们的证券市场合理静态市盈率应该在30倍左右。

也就是说,对应于沪深综指6100点、45倍左右的静态市盈率而言,其高估的水平大体在25%到30%左右。如果市场理性回归,那么,回落30%后的4300点将成为一个有投资价值区域。而且,随着时间的推移,这一点还将由于上市公司利润的提升而逐步走高。

## 调整之中的机会选择

正因为30倍左右的静态市盈率是与我国上市公司价值水平相适应的,所以我认为,在目前水平上H股和B股仍然具有投资价值,值得我们高度关注。因为H股和B股的估值水平都在这一标准值之下。而A股市场方面,我们相信,在未来较长一段时间内,A股将运行宽幅震荡下的未来估值水平不高的股票,有望继续运行牛市行情;另一方面,上市公司基本状况与估值不匹配的一些上市公司股票,可能已经出现或将要出现走势的逆转,并可能出现较长期的股价回落。

基于以上分析,笔者认为在目前市场状态下的应对之策有二:其一,加大B、H股投资力度,降低A股投资力度。这其实是我们9月底、10月初提出的观点。我们依然认为这是非常有效的降低风险的做法;其二,寻找长期市盈率迅速走低的公司,也就是具有确定性的快速增长型的公司。

# 大跌之后切勿恐慌 调整带来战略良机

□姜初

“月有阴晴圆缺,股有横盘涨跌”。虽说投资者“但愿牛市久”,然而“此事古难全”。高估值压力下股指连续四月大涨之后,经历一次回调有一定必要性。中石油本周登陆股市是调整诱因之一,巨无霸不仅耗资巨回收股流动性,更因为机构需要配置中石油而导致其它大盘股失血,而新老基金发行的减速亦减少了资金的供给,因此股指的调整不可避免。在此背景下,市场资金自然转向中小市值股票的配置,而大盘股高估值环境中,价值挖掘不仅需要关注业绩增长,亦要留心股价是否合理,因此在超跌股中寻找成长价值是短期调整的核心。本周活跃类股票多为中小市值超跌股,欣网视讯、圆城股份、宜宾纸业、威远生化等股都曾遭遇得两个涨停板,而这类股票亦是前期股价调整充分的中小市值成长股,反映出近期“少道涨、勿杀跌”的防御型调整策略。

业绩增长是价值挖掘的核心主题,因此资产注入和整体上市亦是贯穿牛市始终的主题策略。本周涨停热点股中攀渝钛业、攀钢钒钛、“ST长钢”皆是借助整体上市题材逆势双涨停,三家都同属攀钢集团控股,三合一换股投资上市方案,给二级市场带来一丝短线套利机遇,因此诱使股价走强。但对于资产注入股的价值挖掘,投资者也要关注股价的合理性,除告诫投资者莫听信传言追逐传闻型涨停股票之

外,更要注意股价是否经历过充分调整。例如:当两周前中国远洋成为涨停热点股时,此时追涨就易吃套;而历经两周调整蓄势,此时的价值安全边际才相对提高。因此近期调整中关注业绩增长的价值基本面,更要关注股价是否经历过充分的调整蓄势。只有业绩增长和股价调整相匹配的价值成长股才能提供合理的安全边际。

由于短期股市流动性的收紧,大盘股在高估值的背景下难以再续蓝筹攻势,在有限有限的单日涨停热点股中,亦以中小市值股票为主,例如:常山股份、华立科技、宝商股份、科陆电子、高鸿股份、联合华纤、士兰微、德赛电池等皆为超跌中小市值股票,这亦是短期调整的一大特征。

短期股指调整有必然性,但调整之后将更有利于牛市再续。首先,股市高估值在明春受益整体业绩增长结合技术面的股价蓄势,且中小市值股票较大盘股票更胜一筹。

## 停板探秘

# \*ST潜药：重组在进行

□潘伟君

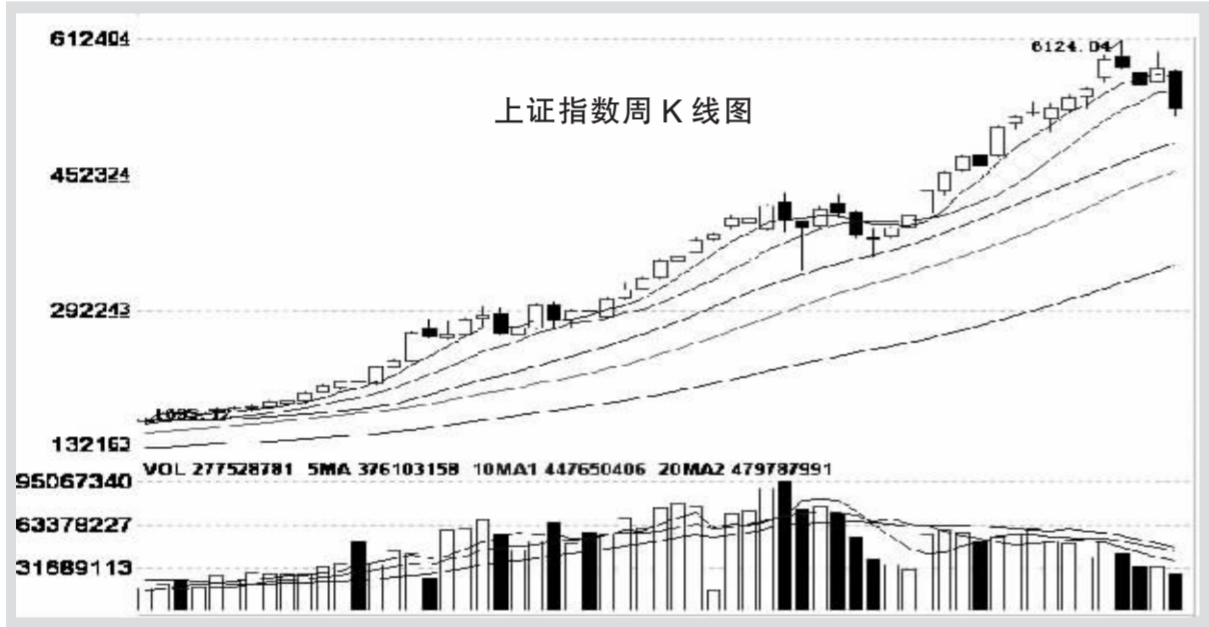
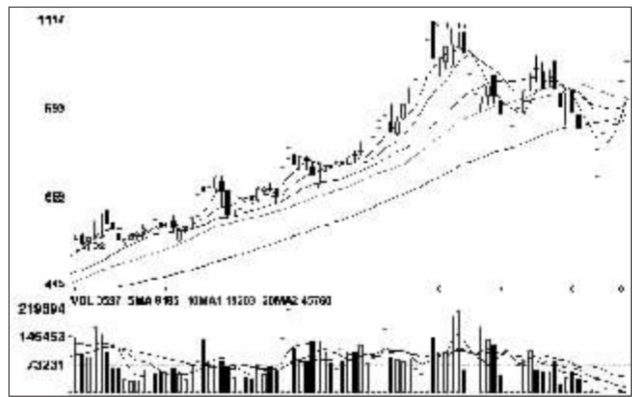
\*ST潜药(600568)本周连续五个涨停板(6%),一周上涨27.71%,列沪深两市涨停榜第一,报收10.14元。连续涨停的背后是基本面即将发生重大变化。

在停牌四个月之后,周一公司发布公告称:将用公司的部分医药资产置换公司第一大股东珠海中珠股份有限公司名下的房地产及商品混凝土资产,不足部分通过增发6000万股的方式收购。拟置换出的资产为公司持有的三家公司的股权,分别是:新疆特药民族药业有限公司36%股权和14%托管股权;陕西济生制药有限公司50%的托管股权;湖北东盛制药有限公司98.68%股权。拟置入和收购中珠股份的资产分别是六家房地产公司的股权和两家商品混凝土公司的股权。不过此次增发

属非公开发行,全部向中珠股份定向发行,发行价格参照公司股票相应均价为每股不低于9.15元。

增发实施完成后,由于仍然保留了相当规模的医药类资产,公司因此将形成以房地产、医药为主业的经营格局。尽管经营规模迅速扩大,不过公司未来的业绩依然有很大的不确定性。在剥离部分资产后应该能够减少亏损并相应提升业绩,不过新置入和收购的资产中,除了两家房地产公司和一家商品混凝土公司外其余公司大都作为项目公司在今年刚刚成立,目前尚未取得效益,所以还无法预期为公司带来的收益。

由于公司资产将发生较大的变化,因此在本周复牌之后有一个重新定位的过程。考虑到该股只有8500万股的流通盘,下周股价仍有上行空间。



# 或有反弹 难改跌势

□西南证券 张刚

大盘本周呈现逐级下滑的走势,相继跌破5700点、5600点、5500点、5400点整数关口。境外股市周内大幅下挫,对“A+H”板块形成较大拖累,影响到内地投资者的入市积极性,尤其是中国石上市后持续走低,有色、钢铁、煤炭等前期领涨的蓝筹板块纷纷处于跌幅前列,凸显主流机构的套现离场迹象。在下跌过程中,两市成交保持低迷水平,显示投资者极度缺乏承接意愿。

新股发行方面,下周仅在11月15日成飞集成、利达光电两家拟在中小板市场上市的公司将发行,直至11月21日才有中国中铁将发行46.75亿股。也就是说,

下周资金面将处于充裕状态,二级市场成交若放大,则说明资金出现回流迹象,若维持低迷状态,则说明目前点对场外资金仍不具备吸引力。

证监会基金监管部下发了《关于进一步做好基金行业风险管理工作有关问题的通知》,要求基金避免盲目扩张,禁止投机交易,限量集中销售活动半年内须控制规模等。加上目前仅有1只基金处于发售期,此消息引发市场对基金发行放缓的判断,对后续增量资金产生担忧。

永安期货、鲁证期货、中粮期货和一德期货四家公司获得中国证监会批准,取得金融期货业务牌照。这也是监管部颁发的第二批全面结算业务牌照。至此,该项资格牌照公司增加至6家。全面结算会员资格

获批速度加快,同时主要媒体对股指期货相关的报道增多,引发市场对股指期货推出的预期,各方投资者将腾出资金备战股指期货,二级市场的套现压力将增大。

本周周K线收出实体较长的阴线,累计跌幅达8.00%,为1998年8月下旬以来单周最大跌幅。周成交金额比前一周略有缩减,为7月底以来单周成交最低水平。投资者均保持观望气氛。从日K线看,大盘已经跌至60日均线之下,回到9月份的盘整带。不过,经过连续下跌,股指已经远离短期均线,超卖严重存在反弹的要求。下周为中国石油被注入成份指数的前一周,或将受到资金追捧,带动人气有所恢复,但成交若持续低迷,整体仍会维持阴跌态势,短期的反弹作用微弱。

## ■无风不起浪

# 传闻求证·小道正道 各行其道

疑问一:东阿阿胶发行权证事宜有进展吗?

确认:东阿阿胶已发布公告称,公司将于近日召开董事会审议发行认股权证的相关事宜。公司股票从今日起停牌,将于公告董事会决议后复牌。根据其招股方案,公司将权证发行登记日登记在册的全体股东以10:2.5的比例免费派发百慕大式认股权证,共计130940903份。每份认股权证可以在行权日以5.5元的价格认购公司1股新发行的股份。

疑问二:据说洪都航空在筹备定向增发?

确认:洪都航空公告称,公司正在筹划非公开发行股票事宜,并将在此公告刊登日11月8日起五个工作日内向相关部门进行政策咨询及方案论证,因此有关事项尚存在不确定性。若有关重大事项经初步论证为可行,公司股票将继续停牌,公司将刊登重大事项进展公告。

疑问三:浦发银行大股东划归上海市国资委?

确认:浦发银行发布公告称,根据上海市国资委的有关批复,其大股东上海国际集团有限公司原股东所持股权全部无偿划转至上海市国资委。股权划转后,上海市国资委为上海国际集团有限公司唯一股东,上海国际集团有限公司变更为国有独资公司。

疑问四:雅戈尔近期又有收购事

项?

确认:雅戈尔公告称,公司董事会通过决议,拟以总计1.2亿美元收购Smart Apparel Group Limited and Xin Ma Apparel International Limited两家外资服装公司100%股权,交易价格分别为约7000万美元和约5000万美元。

疑问五:华侨城整体上市一事有新进展吗?

确认:华侨城A发布的重大事项进展公告表示,华侨城集团公司拟向上市公司转让其持有的深圳华侨城房地产有限公司、深圳华侨城酒店集团有限公司和香港华侨城有限公司等相关公司的全部股权,实现华侨城集团公司主营业务整体上市。目前,华侨城集团与上市公司正在积极研究此次主营业务整合上市的具体操作方案,开展有关审计评估工作。

疑问六:南方水泥集团据说要借壳福建水泥?

确认:针对近期有关媒体报道传言,福建水泥发布公告称,经书面询问公司第一大股东福建省建材(控股)有限公司,三方董事会已决议实施资产重组,攀钢钒钛向特定对象(攀钢集团、攀枝花钢铁有限责任公司、攀钢集团成都钢铁有限责任公司、攀钢集团四川长城特殊钢有限责任公司)发行股份购买不超过75亿元资产,发行价格为每股9.59元;同时攀钢钒钛拟以新增股份换股吸收合并攀渝钛业和“ST长钢”,换股比例分别为:1股“ST长钢”换取0.82股攀钢钒钛,1股攀渝钛业换取1.78股攀钢钒钛,方案同时设置了现金选择权。

疑问七:潍柴动力将增发吗?

确认:潍柴动力发布公告称,公司此次增发总数不超过6000万股A

股,发行价格不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前1个交易日的均价,据了解,公司本次公开增发股票募集资金净额不超过55.8亿元,计划用于投资三个项目建设以及增资三个控股子公司。

疑问八:攀钢集团整体上市方案已经出台了?

确认:攀钢集团整体上市方案已亮相。攀钢钒钛、攀渝钛业及“ST长钢”,同时披露重大资产重组方案,根据公告,三方董事会已决议实施资产重组,攀钢钒钛向特定对象(攀钢集团、攀枝花钢铁有限责任公司、攀钢集团成都钢铁有限责任公司、攀钢集团四川长城特殊钢有限责任公司)发行股份购买不超过75亿元资产,发行价格为每股9.59元;同时攀钢钒钛拟以新增股份换股吸收合并攀渝钛业和“ST长钢”,换股比例分别为:1股“ST长钢”换取0.82股攀钢钒钛,1股攀渝钛业换取1.78股攀钢钒钛,方案同时设置了现金选择权。

疑问九:福耀玻璃向高盛非公开发行的方案是否获批?

确认:继人股美的电器遇阻后,高盛的A股布局再度受挫。11月2日,福耀玻璃向高盛旗下GS Capital Partners Auto Glass Holdings非公开发行股票的申请,未获得中国证监会发审委的审核通过。

(本报记者 金莘华)

## ■上证博客

# 话说中诚信信托股权含金量

□东方智慧证券研究所 黄硕

近日留意到这则新闻“国有股权转让定价须以二级市场为基础”,不禁感叹全流通时代的思维,一切定价都要跟着市场走,这的确是人之常情。不独是上市公司的股价,甚至未上市的金融性资产的价格,在这一年里也跟着突飞猛进。于是,上市公司的一些资产重组安排被打乱了,此前被当作不良资产剥离的金融性资产一夜之间又成了香饽饽了。假如剥离给外人,那就只好痛失良缘,从此离间是路人;假如有幸此前是剥离给自家人的,那么还有希望再“回拨”回来,好比大地基础(000426)那4000万股中诚信信托股权似,失而复得。

## 一、失而复得的中诚信信托4000万股

11月8日大地基础公告称:大地基础控股股东赤峰富龙公用(集团)有限责任公司于2007年11月6日与北京市中诚信信托投资有限公司签署《关于解决中诚信信托投资有限公司股权转让后经济往来的总体协议》,中诚信信托公司4000万股股权及股权的全部权益继续由大地基础享有,

富龙集团与大地公司同意中诚信信托公司股权的标的价值按照2.30元/股计算,全部4000万股股权的标的价值合计9200万元,富龙集团应按此标准向大地公司支付款项。

## 二、中国人寿的收购传闻

也难怪,大地基础要将4000万股中诚信信托股权收回,实在是中诚信信托的股权近年来发展,中诚信信托这几年收益颇丰。特别是中诚信信托控股的国都证券和嘉实基金,更是直接受益于资本市场的发展。仅今年上半年,中诚信信托的税后利润就超过3亿元,相当于前几年的总和。更令人向往的是中诚信信托的后续题材——2007年7月18日《中国日报》在《中国人寿收购中诚信信托资产:36亿元收购60%股权》一文称:“据知情人士透露,中国人寿将收购中诚信信托股权的计划已于近日上报财政部金融办待批。据透露,如果中国人寿按照评估价格进行此次收购行动,中国人寿将支付收购款36亿元。收购完成后,中诚信信托的总股本将由目前的12亿股增加到24亿股,其中,中国人寿持股60%,约14.4亿股,包括中

诚信信托此次向中国人寿定向增发的12亿股及中诚信信托原股东转让的2.4亿股。中诚信信托目前每股净资产约1.6元,评估价格超过2.5元。”

## 三、中诚信信托的含金量

或许你会疑问:中国人寿的此次收购价亦不过仅2.5元/股,价格并不算高啊。但我们应该用发展的眼光来看待这笔4000万股中诚信信托的含金量,就好比“汇金参股光大银行”一事。近日,光大银行重组方案终于柳暗花明:汇金公司将向光大银行注资不超过等值人民币200亿元的美金,并按每股人民币1.00元价格购买光大银行新发行股份,以帮助光大银行尽快完成财务重组。虽然此次汇金公司参股光大银行的价格仅是1元/股,但并不等于光大银行股权就只值这个价。今年以来,在各地的产权交易所里,光大银行的转让价便高居5-7元之间。

大盘高位回调,我们没有必要再在二级市场上耗费太多的精力。不如将目光转移到其它领域,而金融股权的交易方式,交易价格便是一个很值得淘金的领域。

注:本周跌停一次的个股家数为61家,版面所限不一列举。  
制表:东吴证券上海陆家嘴路营业部