



■渤海瞭望

高速公路板块
低估值构筑“避风港”

◎渤海投资研究所 秦洪

近期 A 股市场大幅震荡,昨日上证指数前市大涨 123.97 点,但盘中随后冲高回落,一度大跌 102.29 点,尾盘略有回抽,仍下跌 29.62 点,显示出大盘尚未完全“软着陆”。但盘口显示,高速公路股有止跌企稳的征兆,赣粤高速、中原高速等品种均是如此,分析人士认为这可能意味着高速公路股或将成为大盘震荡行情中的“避风港”。

对于高速公路来说,业绩增长主要来源于两点,一是车流量的增长,二是收费方式的变化,前者主要影响到主营业务收入的增加,后者主要影响到毛利率的变化程度。

而就目前行业数据来看,车流量得益于我国经济的快速增长而稳步提升,2007 年以来公路运输业务量继续快速增长,下半年客货业务增速有所放慢。客运量、货运量及货运周转量同比增速均创下了 10 年来历史新高。其中,客运量 1-8 月累计为 135 亿人次,客运周转量为 7565 亿人次公里,同比增速分别达 11.6%和 12.6%;货运量累计为 103 亿吨,货运周转量 7172 亿吨公里,同比显著增长了 12.3%和 17.4%。两位数的增长也就提振了各路资金对高速公路股业绩稳定增长的乐观预期。

同时,收费方式的变化对高速公路股的盈利能力提升效应也较为明显,主要是计重收费标准的出台有力地提高了高速公路类上市公司的盈利能力。赣粤高速的半年报就称,公司业绩增长动力在于“各路路段通行费收入的自然增长、收购九景、温厦高速公路所带来的通行费增长以及实施计重收费”,行业分析师的研究报告显示,预计赣粤高速计重收费仍可提升 2007 年业绩 10%左右。而目前计重收费的标准在其他高速公路上市公司也在迅速推广,因此,行业分析师认为“福建高速于 5 月份实施计重收费,其业绩提升作用也较显著;现代投资 6 月份开始实施计重收费,综合考虑计重收费后 107 国道的分流、预期的地方公路超载治理和计重收费的效应递减等因素,预计下半年整体能提升现代投资通行费收入 10%以上”。由此可见,收费方式的变化也将成为高速公路业绩快速增长的又一动力。

也就是说,高速公路股也是高速增长股,但目前估值偏低。行业分析师的研究报告显示,高速公路板块目前整体上 2008 年市盈率接近 25 倍,若剔除若干题材股,主要的优质高速公路股市盈率则要再低一些,对比沪深 300 指数 2008 年 30 倍的动态 PE,当前优质高速公路股仍然具有相对的投资安全边际和防御价值,具有极强的避风港特征。

而且,目前高速公路股也有强烈的题材溢价预期,那就是收购优质路桥资产预期,一方面是股改后的控股股东做大市值的冲动,从而使得高速公路股的控股股东有着强烈的注资冲动。另一方面则是收购政策有望松动。前期由于收购过程中的评估等因素,收购路桥资产的行为一度得到抑制。但从近期相关信息来看,收购政策出现松动,因此,高速公路股收购优质路桥资产的行为或将提速,从而为高速公路股的走势注入更为充沛的动能,也赋予“避风港”相对积极的特性。

笔者建议投资者密切关注高速公路股,尤其是这么两类高速公路股,一个是国道主干线的高速公路股,因为此类个股往往拥有极强的路网资产优势,车流量的增长趋势相对明朗,赋予该类个股较强的成长性溢价预期。故楚天高速、中原高速、福建高速、赣粤高速、宁沪高速等个股可跟踪,其中宁沪高速的路网资产的估值优势将显现出来,具有较强的投资机会。

二是具有整体上市或收购优质路网资产潜力的个股。建议投资者重点关注皖通高速、东莞控股、深高速、海南高速等个股。其中海南高速在近期放量明显,显示有实力机构资金介入,可积极跟踪。

股权质押借款
(含上市流通股及限售流通股)
汇金典当 快速融资
联系电话:0762-3308855
传 真:0762-3308901

■产权转让公告

项目名称:上海九城置业有限公司 20% 股权。项目编号:07782103。挂牌价:7198.66 万元。总资产:61029.73 万元,净资产:35993.30 万元,注册资本:5000.00 万元。经营范围:房地产开发、物业管理、建筑材料等。
上海联合产权交易所

■热点聚焦

耐心寻求错杀股的机会

◎阿琪

正所谓成也萧何,败也萧何,前期一直受到权重股照顾的行情,在境外股市联袂大跌、中石油上市后市场供给出现阶段性逆转、公司业绩增长率从三季度开始递减、社保及各类投资基金出现被动减持的市况下,也因权重股整体的回落而出现显著性下跌,并把行情的轴心从 6000 点一线拉回到了 5000 点一带。5000 点区域在 9 月份之前曾是上涨行情中众所期盼的目标,也是近期回落行情中人们普遍预期的调整目标,可见,后期行情围绕 5000 点又将会斟酌一番。

■市场资金面“旱涝不均”

虽然市场流动性给人的感觉整体上仍十分充裕,但随着之前一些分流举措逐步产生作用,以及年底阶段资金紧缺期的来临,流动性出现“旱涝不均”的现象。具体表现在:①在再次提高准备金率后,一些中小银行在年底前已经无资金可贷,这必然会直接提高当前时期民间资金的拆借成本,进而影响到流通领域的资金面;②在股市中之前一直被热烈追捧的股本增发,在近期连续出现多只增发股票跌破增发价的现象,“增发”出现的潜台词是市场资金已经不再充裕;③从之前基金重仓股出现联袂下跌,到近期被基金一直奉为“流动性+安全性”的权重股批量下跌,说明在基金申购停滞 2 个月多月后,基金们的资金链也已难以为继;④与二级市场资金面出现阶段性趋紧状

况相对应的是,认购 QDII 产品和参与港股直通车的资金仍非常踊跃,而资金更为泛滥的是一级市场“摇号”的申购资金,其规模在频创历史新高中不断壮大,从而导致 10 月银行存款骤降近 4500 亿,间接地给央行留下市场流动性依然充裕的印象,进而加大了二级市场投资者对“加大调控力度”的担忧。

实际上,随着市场资金向部分股票的集中,二级市场的存量资金从 10 月份以来也出现了“旱涝不均”的现象,个股分化的行情正是市场资金面“旱涝不均”的直观反映。可以预期的是,随着行情年终季后赛的来临,在年底之前,这种“旱涝不均”的现象仍将会继续存在。

■蓝筹溢价有其合理性

许多投资者把本次行情的下跌归结于“中石油惹的祸”,也有投资者认为权重股的“蓝筹泡沫”已经破灭,权重股大势已去。但我们认为,后期大势还看权重股,这除了权重股自身的行业垄断地位、业绩的稳定增长预期、主流机构扎堆和存量资金积淀、股指期货概念等之外,还有一个重要因素决定着在现阶段权重股出现溢价行情有其一定的合理性。对多个境外股市实证研究表明,在股指期货推出前 1-3 个月时间段,权重股的表现最活跃,但在股指期货真正推出后,随着现货与期货套利机制及期货多空对冲机制的形成,权重股行情将逐步回归于迟缓和平淡。当前,关于推出股指期货已经指日可待,这意味着

目前的权重股行情本应处于最活跃的时期。又因为在股指期货推出后,权重股行情将趋于迟缓和平淡,难以大涨大跌。并且,期货交易中的投机成分要远大于投资成分,届时,一些权重股即使有好的业绩增长,在现货行情中未必能得到相应的价值体现,其估值水平也一般要较同类的非成份股低一些。基于这个因素,再加上当前市场对后几年公司业绩增长预期是非常明确的,所以,当前时期的权重股行情对 2008、2009 年,甚至 2010 年的公司业绩进行提前透支就具有了一定的合理性,它们需要把能够预期的未来几年行情在股指期货还没给它们“带上枷锁”之前给表现出来。因此,目前说权重股行情已经“过气”为时尚早,单就指数来看,行情在 5000 点之下继续做空的空间已经不大。

■防患估值标准下移

正因为权重股“很霸道”,如同 9、10 月份行情从 5000 点摸至 6000 点一样,目前从 6000 点再回落至 5000 点的行情对其它股票操作上的标签意义也不大。目前策略上最应关注的,应是防患随市场预期的降低而导致估值标准的下移。因为,在行情上升时期和调整阶段人们给予同一股票的估值标准往往是不一样的;还因为即使公司业绩仍在增长,但增长率不同、行业景气周期不同,人们给予的估值标准也是不一样的。当前之所以要重点关注这个因素,因为行情的涨跌无论出于何种因素,其本质上是估值水平和估值标准的变化,这也是当前

阶段许多机构投资者虽然仍看好未来的牛市,但普遍采取防御性策略的原因之一。另外,目前已经有诸多足以对估值标准产生变化的诱因在形成:①近期,基金因政策性因素而减持,进而导致净值迅速下跌,这要留意是否会引发具有“追涨不买跌”共性中小基金投资者的赎回效应。从机理上来说,无论是为了市场的稳定,还是为了基金业发展的稳定,客观上需要对基金投资者进行“去伪存真”,但如果行情调整引发规模性的赎回效应,则行情中不可避免地会出现估值中枢下移乃至错杀的现象;②宏观调控、环保风暴、能源价格的周期性调整等,都有可能促使一批原来的景气行业出现周期性的调整,行业景气周期的变化必然会导致相应股票估值标准的变化;与近期有色、资源股单边跌落相对应的是,三季度利润增长率最低的是有色资源类公司;③目前,已经有许多投资者对明年公司利润的增长能否达到预期开始担忧,这除了在今年第三季度公司利润增长率已出现拐点之外,另一个原来不在预期之内的原因是,中石油上市后因其巨大的权重将明显拉低公司整体业绩增长率的均值,对公司利润增长预期的降低在追求安全边际的要求下必然会导致行情估值标准的降低。

显然,后期行情可能又将围绕 5000 点作横向运动,具体股票在资金“旱涝不均”和估值标准的变化下继续无序分化。四季度投资策略的精华应是:放眼明年,在防御性的基础上,耐心寻求错杀股的机会。

■老总论坛

警惕银行股补跌带来的影响

◎申银万国证券研究所
市场研究总监 桂浩明

经过了前几天的连续下跌,沪市在周一探低到了 5034 点。随后,股指出现反弹,到周二的上午一度摸高到 5239 点,区间的反弹高度达到了 205 点。但是,反弹行情仅仅维持了 4 个小时左右,大盘从周二下午起再度明显下跌,当天收盘时沪市综合指数是 5158 点,这是本轮调整以来最低的收盘位置。到这个时候,可以说本次股市的反弹行情,差不多是到头了。

细究大盘为何会如此之快地重新陷入弱势格局,人们可以从成交量、市场人气以及周边市场环境等多方面作出分析。但是,这里不得不提到的是,银行股在周二出人预料地下跌,是反弹行情夭折的一个重要原因。当天的申银万国行业指数显示,以银行股为主要样本的金融服务指数下跌 2.71%,是所有行业指数中跌幅最大的。而且,由于银行股的权重比较大,因此它的下跌对整个行情的拖累就相当明

显。实际上,周二这天收盘的时候,沪深两市上涨的股票在数量上要明显多于下跌的股票,可因为权重股不行,结果两地股指都还是下跌的。

其实,一直到本周一,银行股在本轮调整行情中表现出相当抗跌的。譬如民生银行,本周一盘中还上涨到 17.90 元,而大盘上行到 6124 点的时候,其股价最高也不过是 17.39 元。这就是说,到这个时候民生银行不但没有因为大盘调整而下跌,相反是在上涨。工商银行在 11 月 1 日的时候还创出了上市以来的最高价——9.00 元,本周一的收盘价也还有 8.17 元,跌幅不到 10%。就申银万国的金融服务指数来说,到本周一收盘时距离年内的最高点 5083 点,跌幅也只有 9.28%。这表明,金融股,特别是其中的银行股在这次调整开始的这个阶段,基本上没有受到大影响。但是,这样一来也引起了人们的担忧:它们是否会补跌呢?如果补跌,那么对整个股市的负面影响将会非常大。事实上,不少人是把金融股当作调整

市道中的避风港,而要是避风港内也掀起大浪,这就不单是相关股票要补跌,整个大盘的走势也将变得更严峻。

现在看来,这种担忧至少是不幸言中。民生银行在本周二开盘后曾经短线冲高到 18.04 元,距离今年以来的最高点 18.09 元仅一步之遥。可也,就从这个时候开始,民生银行的行情发生了逆转,特别是下午随着抛盘的增大,股价快速回落,跌幅一度超过 9%。随着民生银行的下跌,其它如工商银行、中国银行、交通银行等也纷纷回落。这就不但使得金融服务指数拉出大阴线,而且也瓦解了自周一开始的大盘反弹。当然了,银行股出现补跌,本身也不是什么不可想象的事情。虽然就其估值而言,在整个大盘权重股板块中曾经算是比较低的,但是随着大盘蓝筹股的大面积下跌,客观而言其估值方面的优势也就不那么明显了。另外,对于银行股明年的效益,市场普遍也有很高的预期,这也正是其能够在前阶

段表现得十分抗跌,甚至逆势上涨的原因。不过,随着金融机构准备金率的不断提高,银行的流动性压力也在加大,特别是那些网点不太多的股份制商业银行,其所面临的压力也就更大。市场是否因为开始考虑这些因素而导致周二银行股的下跌,这是还可以讨论的。但是,考虑到居高不下的 CPI 指数以及继续升息和调高准备金率、收缩银根的预期,投资者对银行股持谨慎态度,应该说也是有道理的。进一步说,如果银行股的这种弱势进一步蔓延,当它们出现全面补跌的时候,整个大盘就会面临再下台阶的可能,5000 点能否有惊无险也就很难说了。

在周二接近收盘的时候,暴跌之后的银行股都有所反弹,这是企稳的标志?抑或不过是下跌过程中的反抽?这些还有待观察。但不管怎么说,既然银行股已经出现了补跌,那么对其行情的演绎就要高度警觉,因为这不涉及到一个重要的行业还会影响到整个大盘。

■板块追踪

资源股面临高估值压力

◎武汉新兰德

曾经带领股指冲关拔寨的资源股,近日连连下跌,成为市场中做空的主要动力之一。统计显示,自 11 月份以来,跌幅在 25% 以上的 50 只股中,有 21 只为资源类股票,其中,中钨高新下跌幅度最大,达到 44.8%,跌幅在 30% 以上的有包钢稀土、包头铝业、中国铝业、云铝股份、中金岭南等,当然,对市场人气影响最大的还是中国石油和中国神华,前者较上市价格下跌了 25% 左右,后者也跌破了首日上市价。

除了近期关于新的资源税改革,以及有色金属的价格走势的变化影响外,事实上,真正

引发资源股下跌的主要因素还是估值过高。从中国神华、中国石油等一批次新资源股以动态市盈率 40 倍左右高价发行来看,A 股估值之高已经令人惊了,即便宏观经济持续高速增长,人民币持续升值,也无法掩饰中国石油这个产能和盈利仅美孚石油三分之一左右的企业成为全球市值最大的公司,即便如市场预期那样,中国神华上市后还将有资产注入,有整体上市概念,但以接近香港市场价的价格向 A 股投资者发行,估值之高也令人瞠目结舌。

从国际资源股的平均估值水平来看,作为周期性行业,市盈率一般在 10-15 倍之间,但 A

股里的资源股的平均动态市盈率也达到了 30 倍以上。高估值下的资源股在大市调整之中,成为下跌急先锋应该说是从前期高估值的一个纠正。市场首先要纠正的是资源股以储量来估值的不合理性,因为储量与可开采量是不同的概念,开采成本是另外一个必须估计的数值。其次是贵金属价格波动往往周期较长,因此在可开采年份里价格波动幅度是极度惊人的,是不能用当期价格来估值。和一般轻工制造业不同,资源企业的产能扩张是有限的。这意味着矿是要开采很长年份的,不同年份的价格是不同的。更需要注意的是 10

年后、20 年后所产生的收入是要折成现值的,也就是要贴现的,而贴现率是另一个需要把握的数值。

引发资源股高估值的另一个原因是资产注入预期。近两年来,集团整体上市成为提高资源股估值的一个重要因素,如江西铜业、云南铜业等,造成股价大涨,有一些资产注入预期的资源股也跟随大涨,如五矿发展、中色股份等。但即便有资产注入,在过高的估值面前,有资产注入的资源股也纷纷下跌。近期跌幅居前的铝业股份重组消息成了见光死的典型例子,因此,投资者宜在短期内回避这类品种。

机构论市

调整压力逐渐减轻

周二股指反弹遇阻回落,当日盘中指数高低落差超过 4%,下午重新步入弱市格局。金融服务和房地产行业指数出现补跌行情,由于它们的指数权重较大,尽管其股价下跌,但两市有大半的股价上涨,微利股当日上涨 1.44%,反映目前的股价结构发生微妙的变化,风险提前释放的品种存在着反弹机会,大盘虽未真正企稳,但调整压力在逐渐减轻。(申银万国)

尚难形成反弹格局

新基金审批工作的重新启动,一定程度上缓解了市场对于基金只出不进的担忧,是引发昨日市场早间反弹的主要原因,而下午由于受银行板块整体性下跌的影响,股指再度呈现宽幅震荡的走势,考虑到目前银行板块所占指数权重,预计在银行板块调整充分之后,市场难以形成有效的反弹格局。(方正证券)

后市仍有探底要求

受基金封转开以及新股资金解冻的利好刺激,周二早盘股指高开,并在钢铁、石油等板块带动下快速走高。然而,公布的 CPI 指数依然处于高位,加息的可能再度加大,致使银行股震荡下跌,制约了大盘反弹高度,弱势特征依然明显。预计短期震荡调整格局仍将延续,上证指数有考验 5000 点支撑的可能。(华泰证券)

大盘仍将延续跌势

周二大盘上午一度尝试反弹,但最终未能有效站稳 5300 点,午后由于相关经济数据呈现通胀加剧迹象,引发市场恐慌,银行股领跌造成重归跌势。周二的反弹夭折,主要因为宏观经济数据,使市场预期宏观调控的力度在加大,较多权重股遭到抛压。在大盘上行受阻之后,预计周三大盘仍会下探,但跌幅不会过大。(西南证券)

股指维持震荡整理

整体来看,由于 10 月份 CPI、PPI 以及贸易顺差等数据均高于市场预期,以及 10 月份新增贷款创出 1361 亿元的历史同期新高,加大了市场对央行再次近期加息的预期,央行可能对市场的流动性过剩以及信贷市场进行进一步抑制,从而对市场资金供应形成一定压力,预计股指近期仍将会震荡整理。(万国测评)

超跌反弹将成热点

周二市场出现了高开震荡再下跌的走势,两市阴线收盘,指数上行遇到 5 日均线后掉头回落,表明市场处于弱势状态,大盘权重股仍未止跌,主流热点:超跌反弹股。相当多的股票经过了连续下跌,股价已经处于指数 2000 多点的位置,能够获得部分资金认同,新热点没有出现之前,超跌反弹成为主流热点。(北京首放)

大盘走强尚待观察

昨日大盘最终走低,估值压力成为大盘中期走强的重要制约,短期而言则表现为流动性的相对不足,这将阻碍短期行情走强。短期流动性持续收紧主要表现在场内资金仍在不断抽离,二是套牢盘既有对流动性的冻结作用,而场外资金尚处观望状态。总的来看,短期市场的流动性状况不容乐观,大盘能否走强仍有待观察。(杭州新希望)

指数还要见新低

周二大盘走出反弹回落行情,盘中反弹动能并不充分,看来本轮调整比我们预计的还要弱势,短期指数还要跌穿 5000 点整数关口创新低后才有希望反弹。技术上,上证指数短期均线纷纷死叉掉头向下,严重制约了反弹空间,成交活跃度较差,说明目前位置场外机构仍不看好,因此短期大盘仍将进一步探底,5000 点大难难以守住。(上海金汇)

股指有望反弹回抽

周二股指大幅高开,但下午股指风云突变,一路震荡回落,盘中试探周一的低点,但在前日低点附近遭遇有力支撑。从形态上看,当天收出一根带上下影线的阴线,属于下跌抵抗形态,目前多条短期均线对股指构成明显的压制。但目前沪指偏离 30 日均线过远,均线对其有较大引力,因此,股指存在继续反弹回抽的需要。指标和成交量虽然没有明显的变化,但 KDJ 等指标已经低位钝化,明显有利于多方。(武汉新兰德)

■B 股动向

关注市场量能变化

◎中信金通证券 钱向勤

周二沪深 B 股冲高回落、双双收跌。全日 B 股指数一度高开,盘中 B 股大面积反弹,多方意图挑战 5 日均线,不过无奈上档套牢压力沉重,且短期均线下移对走势构成压制,致使多方未能进一步拓展空间。午后受 A 股回落拖累而出现回落,最终指数由红翻绿,其中沪 B 指数收于 330.03 点,下跌 2.21 点,跌幅为 0.66%,深成 B 指数收于 546.03 点,下跌 103.04 点,跌幅为 1.85%。

不可否认,现在 B 股的一些政策,及对 B 股的发展规划方向的不确定等,在一定程度上制约了 B 股的发展。不过,有理由相信,今后一些政策可能会改变市场,在这个意义上,应该承认 B 股还是有中长期机会的投资品种。综合来说,B 股大盘要改变弱势还需量能的进一步放大,投资者应密切关注量能的变化。操作上,仍建议趁反弹调整持仓结构,同时还要注意观察 A 股市场、周边股市的动向以及政策变化等。