



市场也许正从沸腾转为冷却

◎东莞证券首席分析师 李大霄

现在主板市场的市净率是 6.44 倍,中小板的市净率是 8.94 倍;中国石油在香港市场股价为 13 港元左右,A 股上市首日以 48.6 元开盘,现在仍在 30 元以上,A 股市场的价格之高已经是一个不争的事实。

从漫长的岁月来观察,随着经济增长股票市场应该是上涨概率比下跌概率要大。但关键的问题是,在二年、一年或者更短的时间内,A 股价格水平会继续提高还是会降低?其中乐观者和谨慎者的理由又是什么?而这会真正触动到每年换手 5 到 10 次的 A 股市场参与者的神经。

乐观派观点： 人民币升值和 经济增长继续推动 股市繁荣

第一,人民币升值不止必然会推动股票价格走高

其实升值本身并不能够推动股票价格,因为使用本币来购买以本币计量的资产,因此,只能把希望寄托在境外投资者为求升值而大量流入资金从而推动股票价格。但是,由于中国还是一个外汇管制非常严格的国家,实现此点存在一定的难度。只要还存在严格的外汇管制,这个理由并不充分。也可以说此预期是建立在公开挑战我国外汇管理制度基础之上才能够成立。

就算以上的挑战成功,我们假设这些资金神通广大,能够突破障碍,能够和外币自由兑换国家一样自由兑换人民币,股票市场的涨跌与汇率之间有什么必然关联吗?这里我们分析一些外汇自由兑换国家的案例。从 1999 年以来,欧元兑美元先从前 1.3 变到 0.8,再到接近 1.5,但美国和欧洲股票市场在市值巨幅变动时并没有表现出相反的走势,反而表现得非常同步。这和升值必然会推动股票价格走高之观点存在比较大的反差。

再观察一下日本的情况,从 2007 年 6 月 22 日到 2008 年 1 月 2 日,美元兑日元从 124 到 108 日元,但同期日经指数从 18200 点下跌到 2008 年 1 月 4 日的 14911 点,也没有出现升值会推动股票价格走高的情况。所以根据升值预期就得出股价必然会上升的结论就显得有些武断。而且在 2007 年人民币兑美元升值了 5.59% 的同期,人民币兑欧元贬值了 6.31%,也就是说人民币升值幅度还有待考证。人民币就算是升值对一揽子货币来说也是大打折扣的,更加不能得出升值和股价的必然联系。

第二,经济增长、大国崛起、中国人口红利等因素必然继续推动股票价格走高

这些理由非常振奋人心和非常鼓舞市场,是建立在经济发展必然推动股价的理论基础之上,从长期角度观察也许正确。但如果用此来研究短期波动,就有像用建设美好社会的长期目标来指导年度和季度的具体工作的味道了。再说可能没有任何一个人敢否认经济增长也没有在周期波动的事实,也可能没有任何一个人在中国敢漠视宏观调控的威力,要不然可能会付出比较可观

现在主板市场的市净率是 6.44 倍,中小板的市净率是 8.94 倍;中国石油在香港市场股价为 13 港元左右,A 股上市首日以 48.6 元开盘,现在仍在 30 元以上,A 股市场的价格之高已经是一个不争的事实。

股票市场长期前景依然可以期待,但在目前这个时点,用 1 元钱去换主板 0.155 元或者中小板 0.112 元的股票净资产,这是否合算,值得思量。

的学费。何况从紧的货币政策是多年以来首见,2008 年的经济增长也许要放缓。

还需要说明的是,股票市场的短期波动受到的影响因素众多,和经济增长的关联度也存在不少背离的历史事实。我们举一个简单例子,从 2000 年到 2005 年,中国经济也是稳步增长的,大国也是在崛起的,中国人口也是有红利的,但为什么股票市场跌到了 998 点呢?所以没有必然同步的逻辑关系。这些理由可能只是长期的利好因素,和短期走势并无密切联系。

第三,股权分置改革使往外掏钱变往里装,资产注入不停止必然推动股票价格走高

这个理由也好像有些道理,如果永远往里装的前提成立的话是可行的。但只要认真想一下,境外市场从来就不存在股权分置问题,也就是从一开始就改革好了,那他们的大股东为什么不永远往里装资产呢?难道他们不希望公司股票跟随上涨吗?要不中国公司的大股东都是离雷锋同志比较近?因此,这个理由好像也值得怀疑。这样看来,A 股市场的大部分企业其实与境外企业一样是没有很大区别的。资产注入过程中是存在部分机会但不能抱太大的希望,而顶多把希望寄托在和境外企业有所不同的央企身上。

央企中有资产注入题材的股票在前段时间确实是涨幅巨大,市场也寄予厚望。我们并不排除部分央企有资产注入的可能,但我们只要计算一下整体情况就可以推断出这只能是个案。现在我们的 A 股市场总市值达到 33 万亿元,已经是 GDP 的 156%,去哪里再找 1.56 倍 GDP 总量的未上市央企资产来注入呢?所以只能是局部机会,并非整体性机会,而且局外者非常难以把握。何况央企为什么一定要往里注入资产?央企进入 A 股市场自己上市并不存在任何难度。

第四,奥运会引领股市上涨

2006 年和 2007 年购买股票者的一大理由是,2008 年是奥运会,奥运会就等于是上涨,所以提前购买等到奥运会时卖出这是比较普遍的心理。希望奥运会时股票市场的上涨能够增加国民信心,也更加显现大国地位和风范,这是一个非常美好的设想。但是再深入地想一下,大家都想在奥运会时找买家,那么届时购买者的理由又是什么呢?

历史事件和证券市场的上涨有时不一定是完全吻合的,香港股市在 1997 年被套牢的经历起码能给我们作一些参考。奥运会的建设是

需要提前多年进行的,因此,反映上市公司的业绩增加因素也已经体现或者部分体现,何况受益的也是局部而非全体。其实就算是受益公司也不能估计太高,因为奥运会近年内只有一次,而且非常确定的是,支持投机者信心的最大理由在 8 月份就要消失了。

谨慎方观点： 供求关系确定 变化和从紧的货币 政策不支持市场持 续沸腾

第一,解禁股确定迅猛增长造成估值压力巨大

按照股改协议,解禁股流通速度将自 2007 年 10 月份开始大幅增长,突发性的增长则在 2008 年,全面性的增长在 2009 年,因此高估值最有利的时机应在 2007 年 10 月份而不是往后。2008 年解禁股按现在的市值计算是 28476.4 万亿元,而且随着时间推移,流通量将越来越大。2007 年底流通市值占总市值 25%,2008 年底流通市值占比可能达到 35%,而到了 2009 年底则可能超过 60%。这将有效地改变供求关系,对股票估值压力也越来越大。在 2008 年中,年尾压力比年头更甚,估值下降趋势不可避免。

现在主板市场市净率 6.44 倍、中小板市净率 8.94 倍的现象,在历史长河中只能是非常短暂地出现,1 元钱只能换到 0.155 元或者 0.112 元资产的事情不可能长期存在。而随着流通量的慢慢增加,A 股和 H 股的价格差距会慢慢缩小甚至反超,因为 A 股解禁后的流通量远比 H 股要多得多。只不过将要发生的事还没有发生,因而还没有引起人们足够的重视。

第二,从紧的货币政策和利率水平实质性的提高抑制资产价格上涨

央行在近日召开的 2008 年工作会议上指出,实行从紧的货币政策是 2003 年以来持续多年的稳健的货币政策和 2007 年 7 月提出的稳中适度从紧货币政策的转变,也更加明确地向全社会展示了未来宏观经济调控的政策导向:防止经济增长由偏快转为过热、防止物价由结构性上涨演变为明显的通货膨胀。在 2008 年将按季度或者月度来实行额度控制,这是从来没有过的措施,来得非常严厉并具有针对性。

在有效地进行数量上的收缩外,利率水平的实质性提高也是不

或缺的从紧措施的组成部分,利率实质性提高的可能性要大于下降的可能性。此前负利率一直以来是支持多方的有力理由,但随着多次加息的事实,利率水平已经大幅提高。而“把利率转正”一直是管理层在不同场合的表态,所以把负利率转为正利率应该就在今年实施。在利率偏低的时候容易引起资产泡沫,而在利率水平大幅提高后,资产泡沫再进一步膨胀的基础就非常薄弱了。其实按现在 4.14% 的利率水平来看,现在 A 股市场股票息率只有 1.14%,支持长期维持其股价的条件并不充分。

美国现在为多数年前过低的利率水平停留时间过长而正付出代价,希望中国不会,但经济规律却总是无情的。

第三,市场自身调节机制将要建立和市场结构渐渐完善促使估值水平趋于合理

我们的市场原来担负着各种功能,一直以来都希望高股价以实现这些功能,所以一直以来反向交易机制一直没有建立。市场没有自身的平衡力量,只存在多方而没有空方的位置。在利益驱动下,市场行为就不再理智,极高的估值水平记录就得以创造。可是我们观察到的情况是,政策已经在发生改变,长时间延迟的股指期货始终将在 2008 年降临。市场自身调节机制将建立,空方第一次有了自己的地位,超过合理的高估值状态将给空方带来巨大的获利机会,多空双方力量将会有效改变市场使其达到平衡。更加关键的是,此品种并没有数量限制,以往用数量限制来管理市场的惯常手段并不适用,吸收流动性的功效到底有多大现在还没法估算。

另外,多层次市场的建立也将有效改变供应状况,创业板在 2008 年将要发行,上市门槛相应降低,上市数量应该会大大增加以满足需求。2008 年债券市场也面临大发展,新增公司债券数量有望超过 3 万亿元,这会非常有效地吸收流动性。随着市场渐渐完善,产品就变得丰富多彩,因此在即将出现供应增加不再紧缺的大背景下,过高的估值水平趋于合理的可能性就加大大增加。

第四,打开国门内地投资者的眼界在不断拓宽

随着 WTO 和数次中美战略对话的展开,中国的国门也在渐渐打开,2008 年可能会加大力度。中国和世界的联系正在日益紧密,经济趋于全球化,进而资本市场的全球化趋势不可避免。随着中国公司在海内外多个市场挂牌上市案例的不断增多,在国内外不同市场套利的渠道也在不断增多,多个市场相互交易的可能性被不断探讨,中方允许符合条件的外商投资公司包括银行发行人民币计价的股票消息也在不断传出。还有资金的相互进出渠道在不断拓宽,虽然港股直通车暂未开放,但 2008 年 QDII 和 QFII 的规模正在日益扩大。

更加重要的是,投资理念也在互相学习,内地投资者的眼界在不断拓宽,会有越来越多的投资者渐渐走向成熟。他们会慢慢发现,QDII 购买比 A 股价格低得多的境外股票且受到教育,更高价格的 A 股如果买在高位其隐含的风险之巨大是可想而知的。中国石油在香港市场价格为 13 港元左右,A 股目

前在 30 元以上,甚至达到 48 元的畸高位,这种现象只是国门未打开的结果。而国门渐渐打开的不可逆转,使得 A 股市场过高的估值水平渐渐趋于合理也是不可以逆转的。

初步结论： 2008 年国际和 国内大环境将促使 A 股市场从沸腾转 为冷却,从繁荣走 向成熟

我们应该清醒地看到,A 股市场 2008 年要面对的是全世界主要股票市场已经上涨了 5 年的国际环境,还要面对上涨 500% 的 A 股市场本身的回调压力,我们将面临更多的挑战。

在经济全球化的大背景下,2008 年的国际环境影响不容忽视,除了受到高油价威胁外,主要可能会受到美国经济的影响。美国在 2008 年将面临房价下滑,次级债、就业等问题的困扰,如果美国经济增长速度下滑,那么中国出口增速将不可避免地出现回落。

而国内 2008 年我们将直面宏观调控,从紧的货币政策的影响将贯穿全年。中国的 GDP 增速将下滑,这样上市公司业绩增长应该放缓。另外,如果市场没有预期的理想,占 2007 年业绩 30% 的投资收益对业绩的贡献也许是负面的。这样,2007 年市场很多过于乐观的预期就可能难于实现。

随着时间推移股票市场的供应压力是越来越大,流通股的供应速度从由证券管理部门控制慢慢转为解禁股东对后市的判断来控制,这是一个新鲜的博弈环境。而很多投资者把供应控制的希望建立在他人人的道义基础上,其想法在证券市场里显得多么的不成熟。随着供应压力的增加,估值有可能是供应回落的过程,而且随着时间的推移压力是越来越大。

当然,2008 年市场仍然存在机会,但阶段性和结构性的机会要远大于整体性机会。市场反弹制造出操作空间,政策性变化创造市场机会,整体市场机会可能在 2007 年的估值高点以下产生,所以 2008 年的投资策略也许要从进攻转为防御,如何保护牛市的胜利果实可能是一个重要课题。

从更高层面来观察,我国证券市场在股权分置改革初步完成后,随着银行上市的重要任务基本完成,市场将接受市场化的考验,投资理念日趋成熟,投资取向蓝筹化,市场会在风险教育下慢慢走向成熟。以后的市场将向市场化、规范化、国际化模式转变,在这个过程中广大投资者要更加重视风险控制。

笔者以为,股票市场长期前景可以期待,但在目前这个时点,用 1 元钱去换主板 0.155 元或者中小板 0.112 元的股票净资产,这是否合算,值得思量。

信息评述

石油输出国组织将讨论是否增产

鉴于纽约市场原油价格突破每桶 100 美元大关创下历史新高,石油输出国组织欧佩克(OPEC)决定下月 1 日在奥地利维也纳召开临时全体会议。欧佩克是否会作出增产决定备受关注。

天相投顾：

欧佩克新任轮值主席、阿尔及利亚能源和矿业部长沙基卜·哈利勒在谈到将于 2 月 1 日在维也纳举行的欧佩克特别会议是否会作出增产决定时表示,欧佩克“将认真研究有关世界经济增长情况的预测”,特别是受到次贷危机打击的美国经济前景。他指出,如果美国经济确实出现衰退,欧佩克将不会增产。从目前美国经济走势来看,近期美国 ISM 指数意外下滑和失业人数上升等数据加剧市场对于美国实体经济前景的担忧,降息预期也大大加强。但是同时,目前美国经济还没有陷入衰退,因此欧佩克是否增产充满不确定性。而美元走弱以及石油供给层面的不确定性,使得能源价格在调整的同时也存在进一步上升的可能,国内也面临较大的外部输入通胀的压力。我们认为,从维持经济和消费稳定增长角度,央行不会允许人民币大幅升值。近期的升值主要受国际能源价格上涨和美国降息预期因素影响较大,同时人民币适度加速升值对于缓解部分国内通胀压力和刺激进口也有一定积极作用。

行业评析

国务院发布通知促进节约集约用地

国务院 1 月 7 日出台《国务院关于促进节约集约用地的通知》,首次对闲置时间在一年以上、两年以内的土地出台惩罚性规定。通知强调,2008 年 6 月底前,各省、自治区、直辖市人民政府要将闲置土地清理处置情况向国务院做出专题报告。

申银万国：

房地产开发企业的盈利增长除了来自房价的上涨之外,还来自囤地带来的收益。伴随着地价的上涨,房地产开发商囤地行为甚至呈现愈演愈烈态势。囤地在给开发商带来利益的同时也成为加剧经济和金融动荡的一个重要原因:一是囤地人为放大了土地需求,使得国家扩大供给、平抑地价的政策大打折扣;二是囤地使得实际开发土地减少,房地产供给减少,加剧了房价上涨;三是由于闲置土地占用的大量资金中大约有 40%-50% 来自银行贷款,囤地隐藏着巨大的金融风险。

考虑到囤地的危害日益增大,近几年国家陆续出台了一些加强闲置土地清理的办法。但出于维护地方利益考虑,这些政策并没有严格执行,闲置土地清理整顿收效甚微。这次国务院颁布的《关于促进节约集约用地的通知》再次重申了这些措施,体现了国家进一步加强闲置土地清理的决心。在中央推动下,可以预见各地执行土地政策力度有望明显加大。

由于不按照合同如期开发要缴纳 20% 的土地闲置费,甚至可能被无偿收回,房地产开发商的最优选择显然是加快闲置土地的利用和开发。这一方面将缓解有效土地供给不足的状况,另一方面也将促进房地产投资的增加,稳定持续上涨的房价。

民族证券：

该通知最厉害的法规是针对闲置土地的问题,明确提出了以下几大解决措施:土地闲置满两年依法应当无偿收回,坚决无偿收回,重新安排使用;不符合法定收回条件的,也应采取改变用途、等价置换、安排临时使用、纳入政府储备等途径及时处置、充分利用;土地闲置满一年不满两年的,按出让或划拨土地价款的 20% 征收土地闲置费。对闲置土地特别是闲置房地产用地要征缴增值地价,国土资源部会同有关部门抓紧研究制订具体办法。

这项通知的出台无疑对大量囤地的房地产开发商而言是一记相当沉重的打击,许多囤地待涨的开发商将面临被收取高额闲置费或缴交增值地价的情况,甚至有可能被收回土地。而即使不被收回土地或被处罚,占用大量土地的开发商也面临开发资金紧张的问题,这就迫使他们加快土地开发,加大房地产供给,从而对于平抑目前的房价有益。

海通证券：

这是政府在力保“18 亿亩耕地红线”背景下,首次出台集约用地的政策措施,充分显示政府坚决调控土地市场的决心。该通知的出台对房地产行业的影响主要体现在:首先土地储备要“量力而行”,在资金和开发能力限制下要合理增加土地储备,其次加快开发进度是度过政策调控期的最好的抗风险措施,最后对房地产行业而言,在贷款规模、融资紧缩情况下,保持充裕的现金流显得十分重要。

齐鲁证券：

北京师范大学金融研究中心 2007 年底发布的《开发商囤地现状的报告——《中国房地产土地囤积及资金沉淀评估报告》显示,到 2007 年年底,房地产开发商囤地约 10 亿平方米;截至 2006 年年底,房地产业沉淀在土地上的资金约 2.4 万亿元。近一段时期以来,管理层多项调控措施直指房地产行业,已然对国内房地产行业形成一定的压力,这在股票市场上房地产板块疲软上已经有所表现。我们认为,从国际经验乃至当前我国经济发展态势来看,我们对于国内房地产市场长期看好的观点没有发生根本改变,但我们对于房地产行业面临短期调整的看法正日益肯定。

中信证券：

政策意图符合预期,强度略超过以往。政策效果取决于细则,但即使细则规定严厉,政策执行难度也较大。调控的本意是使行业回归理性,不是终结行业景气。调控的根本目的是满足居民的居住需要,政府绝对不希望出现房价大幅下跌,成交量萎缩、金融体系震荡、房地产行业不景气、失业率提升的结果。今天,房地产行业拉动了近 20 个相关产业发展,尽管政府担心经济过热,但也只有一定的经济增长速度,特别是房地产行业的繁荣,才能保证每年新增约 2000 万劳动力就业机会和社会稳定。《通知》是对行业非理性繁荣的纠正,从中长期看有利于行业回归理性,健康成长。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:2007 年 12 月 1 日至 2008 年 1 月 7 日)

股票代码	股票简称	近 3 月 预测数量	最新 预测时间	2007E 净利同比	2 年复合 增长率 (%)	2006 年 PE/G	2007 年一致预期			2008 年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
000718	苏宁环球	7	2007-12-17	188.69	258.53	0.833	0.421	75.371	21.402	1.814	17.472	9.619
600162	香江控股	6	2007-12-5	43.39	186.99	0.833	0.235	109.448	18.683	1.861	13.848	8.877
600030	中信证券	47	2008-1-7	376.36	151.29	0.837	3.382	26.771	6.093	4.727	19.153	4.957
002050	三花股份	7	2007-12-17	67.80	141.05	0.522	0.450	64.521	7.530	0.989	29.356	6.685
600067	冠城大通	8	2008-1-3	133.66	133.56	0.748	0.497	47.658	11.784	1.407	16.827	7.053
600282	南钢股份	4	2007-12-27	154.19	77.45	0.651	1.056	19.861	4.655	1.311	15.999	4.044
000338	潍柴动力	27	2008-1-2	183.70	77.43	0.841	3.687	23.222	8.229	4.098	20.890	6.073
600153	建发股份	3	2007-12-6	64.05	76.93	0.556	1.031	26.057	4.072	1.968	13.651	3.838
000717	韶钢松山	4	2007-12-14	139.13	68.62	0.702	0.597	20.135	2.669	0.710	16.936	2.370
600533	栖霞建设	9	2007-12-6	57.55	52.41	0.823	0.885	27.376	6.392	1.305	18.572	5.689
600005	武钢股份	29	2008-1-3	71.45	50.18	0.832	0.858	24.204	6.304	1.156	17.954	5.533

说明: 1) “最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出 A 股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及 PE/G 来进行

筛选。 2) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版股 2006 年初筛选的股票池在 2006 年度全年收益超过大盘 70% 以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3) 在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统

(CONSENSUS DATA) 和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)