



## ■ 渤海投资

两大因素  
制约金融股弹升空间

◎ 渤海投资研究所 秦洪

前期金融股一度节节下挫,使得上证指数出现一波急挫行情。但随着关于再融资利好信息的发布,昨日金融股知耻而后勇,大幅弹升,从而引导A股市场出现企稳走势。不过,笔者认为金融股的企稳基础并不牢靠,短线可操作性仍欠缺。

前期对金融股的一系列美好预期在近期被两大因素所打破。一是限售股的解禁。金融股与其它国有控股上市公司存在着较大的不同,主要在于股权结构,金融股大多有诸多的法人股甚至是自然人股,他们的持股成本低,所以,限售股一到期,就选择了减持。哈投股份对民生银行的减持,两面针、雅戈尔对中信证券的减持等均如此,从而使得抛售压力陡增。

二是再融资的预期。因为金融股在扩张过程中,将面临着核心资本充足率的问题,所以,随着金融股扩张预期的强烈,再融资的预期也随之强烈起来,在2005年下半年一度面临的金融股的再融资困境再度在当前市场中重现。而这再融资固然可以赋予金融股扩张的动能,但由于迅速使得公司的股本规模增大,业绩摊薄的效应也相对明显,所以,再融资的困境开始显现,如此使得机构资金原先业绩增长=每股收益增长预期被打破,自然使得各路资金加入到抛售的行列。

更为重要的是,金融股还有一个特性,那就是投资收益占据着净利润的重要组成部分,而保险股更是投资收益成为净利润的主要构成部分。但目前A股市场重心下移,显示出投资收益也迅速下滑,投资机会也大大降低,这无疑会使得主流资金对保险股未来的业绩增长打上一个大大的问号,由此,金融股的压力也随之强烈起来。

如此就使得金融股面临着机构资金重新配置的考验,比如基金等机构资金,他们历来讲究的是趋势投资与价值投资相结合的策略,一旦趋势发生改变,市场预期发生变化,机构资金的投资策略也随之改变,极有可能大幅度减持,从而使得金融股的抛售沉重。这也可能是近期A股市场重心快速下移的一个因素。

当然,有观点认为,再融资的预期已被昨日公布的利好信息所纠正。但由于金融股在扩张过程中的资本需求压力较大,所以,他们只要是基于行业扩张的因素而再融资,并不是恶意再融资,既然如此,未来的通过概率仍然较大,也就是说,再融资的预期被打破之后,并没有得到很好的纠正,市场的趋势仍然不利于金融股。与此同时,上述的其他预期被打乱的现象尚未有根本扭转的趋势,比如说A股市场的重心下移的趋势并没有得到很好的扭转,那么,保险股的投资收益以及证券公司的经纪业务收入也面临着一定的压力,既如此,金融股的业绩成长预期也未得到很好的扭转。那么,金融股的投资机会也未真正到来。

如此看来,金融股在昨日的止跌企稳,只不过是前期跌幅过大以及在利好信息的引导下的一次正常的股价弹升行情而已,尚未到止跌企稳并形成新一轮上升通道的时机。所以,在实际操作中,对于金融股,尽量轻仓对待。可以重点关注一些一季度业绩有望有突出表现的金融股,主要指部分中小市值的银行股,比如浦发银行、深发展、宁波银行、北京银行等,另外,对于金融股占比较大的品种也可轻仓持有,比如工大首创、商业城等品种。

**股权质押贷款**  
(二级市场流通股、限售流通股、未上市金融类法人股权及拟上市公司法人股权等)  
**汇金典当 快速融资**  
联系电话: 0762-3308855/3308901

## ■ 热点聚焦

## 在低调整理中等待政策取向

◎ 阿琪

最近行情有些风声鹤唳,但4000点附近的行情本身就在许多投资者的原先预期之内,现时行情的估值水平也不应为惧,只是身临其境时感觉有些惊悚,只是投资者的预期是随市场变化而发生变化的。

## 下行空间有限,转强尚需等待

原本行情在春节前后因次级债和雪灾因素积压已久,春节后的紧缩基调不变,巨额增发事项、大非解禁规模巨增、新股扩容等促使行情再下台阶。现在来看,尽管行情从估值水平看,目前对应于2008年公司预期业绩22倍左右的动态市盈率已经具备了抗跌基础,如果用牛市思维看也具备了着底基础。但由于目前诸多重点上市公司的巨额增发事项尚处于议案阶段,一季度公司业绩状况仍是个悬念,目前也正处于“大、小非”解禁的高峰期,新基金发行相对于巨额的存量和增量扩容可能只是“杯水车薪”,因此,现阶段市场氛围迷茫,或有反弹可能空间也不会很大。从时间角度看,以上这些制约行情的因素可能要到3月下旬才能完全明朗化,届时行情才可望水落石出,但是否能形成转折行情现牛市盛景,以及年内行情的空间幅度还需取决于政策取向。因此,

## ■ 老总论坛

## 政策利好为何作用有限

◎ 申银万国证券研究所  
市场研究总监 桂浩明

最近几天来,股市频吹政策暖风。譬如不断有新的基金和券商理财产品获准发行。针对目前市场议论较多的上市股市再融资问题,日前管理层也发表谈话,明确表示将视市场情况以及融资方案的可行性、合规性,依照法律法规要求对发行人的融资申请进行严格审核。在投资者看来,这无疑是表明管理层并不愿意看到上市公司无节制地进行再融资,并且表达了对市场的某种呵护之情。

但是,这些利好的推出,并没有使得一些股票得以从疲弱的走势中摆脱出来。本周一,虽然有新批准两个股票型基金产品发行的消息,但大盘只是稍微上涨一点就告回落,当天的跌幅超过4%。周二,尽管管理层对再融资等问题的表态曾经使得股市出现大幅上涨,但就大盘表现来说,却是呈现冲高回落之势。

## ■ 投资策略

## 从分化走势中寻找中长线机会

◎ 九鼎鼎盛

从周二沪深A股市场来看,大盘一度创出了本轮调整以来的新低,新低后的估值体系开始出现严重分化,投资者开始进行国际市场估值或现行体制下、分红情况下的估值比较。比如在牛市阶段,许多权重股给出的PE40-50倍的估值水平,在目前调整市道中,投资者均难以认可,投资者开始对世界成熟市场同类品种的分红与相对PE水平,比如A股银行股中的一些品种目前动态PE为30倍,而其年终分红却非常少,对比香

对于行情整体可概括为:现阶段行情下行空间有限,但转强时机尚需等待。即短期仍将维持于低调整理中,中长期取决于融资政策和调控政策的新变化。

## 再融资是检验估值水平的标尺

市道不同,人们看待再融资的思维方式和行为方式不同。在去年牛市中,投资者“拍手欢迎”上市公司再融资,但当行情走弱后投资者又视再融资为“洪水猛兽”,纷纷“用脚去踹再融资”。很长时间以来,无论是投资者还有关于股市的研究人士对A股市场估值水平的高低与合理与否提供了一杆最好的标尺。道理很简单,最了解上市公司的是其自身,只有股价超过了合理估值水平,融资投入项目能产生可观的经营回报,上市公司才有市场化再融资的冲动。尤其是股改与股权激励后股东利益已经得到趋同,增发价格是否合算,募项目的回报是否合算等将更被上市公司所重视。因此,目前上市公司再融资的非系统因素给市场带来了系统性压力,其反映的实质是市场原先估值水平的不合理。故而,几个市场化再融资案例对上市公司本身的股价和整个市场都起到了挤压了原先存在的估值泡沫作用。

从历史上多个再融资重点案

例看,再融资效应下的行情往往存在以下规律:股价高过合理估值水平——上市公司产生再融资冲动——上市公司发布再融资议案——股价迅速下跌排挤估值泡沫——股价跌到投资者认同的合理估值区,召开股东大会审议再融资方案——方案一般得到通过并上报审批——一批后择日实施发行——增发部分上市,如果募项目盈利预期被投资者认同,且市场处于相对强势状态,增发筹码往往被机构投资者锁定,或产生巨量换手后行情被激发上行;反之,如果募项目收益预期被投资者认同,但市场处于弱市状态,行情往往会破发并消化一段时间后“否极泰来”。按照这个规律看,真正到股东大会审议再融资方案的时候,其股价往往已经进入寻求企稳的阶段。

## 估值中枢在下移,行情结构需重构

目前的行情结构是“大、小分化”,以成份股为代表的大盘股整体疲弱,小盘股与题材股仍“越战越勇”。然而,在公司利润规模和权重因素下,无论大盘股行情多么疲软,其主流股的“江湖地位”是不会变的。因此,在大盘股阵营的行情重心下移后,投资者应注意行情重心估值中枢的下移。此外,上市公司盈利增长幅度放缓、通胀水平高居下的继续紧缩预期、行情走弱后市场信心降低导致资金流入减缓、

大非减持和市场化增发、上档积累的待解套压力等都会导致整个市场估值中枢的下移。估值中枢下移可能会导致:(1)虽然有部分股票具备了较好的投资价值,但潜在的涨升空间将不会如原来预期的那么大;(2)行情下跌中“错杀股”将不会再像以前那么丰富;(3)当市场出现估值体系重构时,目前仍有行情热度的,投机性较强的小盘股、题材股、概念股可能会因为可以降低操作频率,但一定要多看:一看,在目前行情估值水平上若再有恐慌性下跌,则可能构成较好的买入机会;二看,在行情整体估值中枢下移后,密切关注“最后一跌”的机会,从行情动态来看,“最后一跌”可能来自于小市值股票的补跌;三看,近阶段区域性震荡行情中可采取逆向操作策略,即急跌构成买入机会,报复性反抽的急涨构成抛出机会;四看,随着市场投资信心的动摇,基金是否会形成被投资者赎回的效应;五看,如果小市值股票补跌,在3月份行情中是否产生风格轮换。

## 降低操作频率,观察市场机会

虽然下行空间已经不大,但由于牵涉行情变化的许多重要因素还不明朗,近阶段行情可能比较低调,也比较迷茫,近阶段策略上可以降低操作频率,但一定要多看:一看,在目前行情估值水平上若再有恐慌性下跌,则可能构成较好的买入机会;二看,在行情整体估值中枢下移后,密切关注“最后一跌”的机会,从行情动态来看,“最后一跌”可能来自于小市值股票的补跌;三看,近阶段区域性震荡行情中可采取逆向操作策略,即急跌构成买入机会,报复性反抽的急涨构成抛出机会;四看,随着市场投资信心的动摇,基金是否会形成被投资者赎回的效应;五看,如果小市值股票补跌,在3月份行情中是否产生风格轮换。

增量资金入场,那么就不可能达成供求上的基本平衡,不但场外资金不可能进入,场内资金也会大量外流。到后来,不但扩大直接融资的目标无法实现,还可能因为市场的过度低迷引发金融上的不稳定。这样说,并不是危言耸听,而是提示当前市场所存问题的严重性。显然,面对这样的问题,通过发行几个额度有限的基金,或者加强对再融资的审核等,都不可能予以解决。所以,也就出现了这些政策利好作用有限,市场甚至遇利却下跌的局面。

在某种角度上,股市的涨跌是由供求关系决定的。现在,市场的供求关系可以说是股改以来最为严峻的,股票扩容大大超过了资金扩容,因此,目前的调整在本质上,是供求失衡的表现。因此,有关方面在改变供求关系上,还要下更大的工夫,拿出更多的实质性举措,这样才能充分营造出供求对称、和谐运行的市场氛围。

## 机构论市

## 弱势格局尚难扭转

周二早盘一度出现冲高走势,不过从消息面的具体内容来看,除了创业板具有一定实质性内容外,市场关注的再融资问题并未有实质性利好推出,主要还是以传递政策信号为目的,预计市场弱势格局短期难以扭转,股指仍将延续震荡筑底的格局。(方正证券)

## 底部仍有待确认

受严格审核再融资的消息面影响,两市大盘周二均出现高开,不过市场抛盘依然较大,上证指数盘中创出调整以来的新低。周二大盘的反弹也主要受中石油的带动。从短期市场走势来看,宏观经济政策、中石油等权重股以及周边股市等依然存在较大不确定性,大盘底部仍有待确认,权重股走势仍将影响大盘。(华泰证券)

## 延续弱势整理态势

周二大盘受到利好消息刺激大幅高开,但缺乏买盘跟进,逐级回落,曾再度失守4200点整数关口,尾盘快速回升,重新站稳,成交量较周一略有缩减。可以看出,当日大盘的上涨,主要依靠权重股的拉动,其余指数均处于下跌状态,成交缩量说明投资者对利好持谨慎态度,预计周三大盘仍将延续弱势整理,但跌幅不会过大。(西南证券)

## 低位宽幅震荡是反弹信号

周二大盘大幅高开,后联通等快速下挫,部分强势股出现补跌,股指盘中再创新低。尾市在金融股带动下,放量反攻,大盘最终收出阴线,沪综指跌幅达到4.97%。低位宽幅震荡是大盘反弹的信号。在周二全日宽幅震荡过程中,金融板块是表现最稳定的板块之一。中国平安大涨4.07%,中国人寿大涨4.97%,工商银行涨2.89%,中国银行涨2.42%,沪综指至收盘涨1.09%,从中可以看出,金融股已率先于大盘反弹,具有积极意义。(国海证券)

## 低价科技股有启动迹象

周二大盘出现高开低走的格局,尾市出现快速上扬,两市涨跌互现,在政策性利好的刺激下,指数初步出现了止跌企稳的迹象,做多资金正在逐步进场,周三大盘有望走出震荡上涨的格局。主流热点:低价科技股。不少资金相继从机构重仓股中出来,大举进场前期没有被恶炒的低价科技股。北京首放研究平台提示,关注股价不高,刚刚有启动迹象的科技股。(北京首放)

## 银行板块逐渐企稳

虽然昨日两市股指早盘双双出现大幅高开,但随后在中国联通再度快速回调的情况下,股指重心继续震荡下移,再度创出调整以来新低,但是,临近收盘时一波快速反弹,上证指数迅速翻红。从板块看,当日银行、券商金融板块相对稳定,涨幅靠前。整体看,大盘蓝筹股能否止跌企稳将是判断未来大盘走向的关键。(万国测评)

## 年线下方维持反复震荡

周二两市大盘高开低走,早盘在利好的刺激下,大幅跳空冲高,由于量能并未同步放大,市场参与热情不高,大盘很快冲高回落再创新低,市场参与热情不高,目前市场人气涣散,市场在破位年线后在利好频传的背景下,难以组织像样的反攻,说明目前市场走势很弱,利好难改市场的调整格局,短线可能在年线下方维持反复震荡格局。(九鼎鼎盛)

## 尾盘急拉难改弱势

从昨日大盘运行趋势看,市场的弱势特征依然十分明显,大盘急涨百余点只能延缓短期下跌趋势,而改变弱势状况仍需时日。一方面,政策面的利好对市场有积极作用,但由于流动性的补充显得犹豫不决,短期市场的资金困境难以解决;另一方面,市场面临的负面因素依然较多,这些压力很难因政策性利好和其他因素的变化而化解。因此继续看淡后市,维持弱势格局。(杭州新希望)

## 大盘蓝筹左右行情走向

昨天以银行为代表的权重股重新启动,大盘有所企稳,但由于前期大盘蓝筹股的杀跌严重打击了市场人气,所以大盘蓝筹股能否止跌企稳将是判断未来大盘走向的关键。消息面上,出台严格审核再融资的讲话表明了管理层的态度。同时,指数从最高点算起下跌幅度已超过了30%,大盘应有反弹要求。(汇阳投资)

## ■ B股动向

## 弱市格局仍未得到改观

◎ 中信金通证券 钱向劲

周二沪深B股冲高回落,其中深B微幅下跌,沪B涨幅不大,收盘仅涨0.55%。从全日交易看,早盘B股一度受A股反弹带动震荡向上,但由于买盘不济,减仓动作明显,指数逐步回落,最终再度收阴。从盘面观察,目前热点依然较为零乱,虽然部分权重股表现出短线企稳的迹象,但是分化趋势仍较为明显,一批近期的强势股如外高B、黄山B纷纷出现了补跌走势,也成为导致股指反弹受阻的一大原因。强势股的补跌使得市场量能开始有所放大,表明已有资金从这批股票中流出,而权重类指标股由于近期整体跌幅较大,并且相对估值已经较低,未来有望受到一定资金的关注。

在解禁、融资、新股发行、紧缩政策等多重利空因素下,想靠市场本身力量走出困境,似乎有点困难,市场呼唤实质性利好的政策出台。而且从技术上看,沪B指在跌穿各主要均线后,上行压力增大,市场人气仍不足,弱市格局仍未得到有效改观。所以建议投资者在操作仍应控制仓位,持续观察消息面及成交的变化。

## 上海青莲阁拍卖有限责任公司拍卖公告

中国拍卖行业AAA企业 上海市守合同重信用企业 www.qingliange.com

受有关单位委托,本公司定于2008年3月5日(周三)下午2:00,在福州路515号3楼本公司拍卖厅,举行股权拍卖会,公告如下:

一、拍卖标的:申银万国证券股份有限公司股权404856股  
二、咨询时间:拍卖公告之日起至拍卖会前止,9:00-17:00(法定休息日除外)。  
三、咨询电话:021-51701210 13916693372 石先生; 51701227 邹小姐  
四、注意事项:1、意向受让方需为境内企业法人,应符合《公司法》、《证券法》、《证券公司管理办法》及中国人民银行发布的《关于向金融机构投资入股的规定》等相关法律法规的要求,意向受让方须自行了解上述法规的要求。2、竞买人在办理拍卖登记时,须提供营业执照、组织机构代码证、法人身份证(均复印件加盖公章),以及连续3年的审计报告;如无法提供2007年度审计报告,则提交2004年度、2005年度、2006年度的审计报告和2007年财务报表(复印件加盖公章),代理人须带好授权人的身份证明和授权书及本人身份证;交付拍卖保证金60万元,支票必须在拍卖会前到本公司账户,拍卖成交后三日内付清全款。

本公司已于2008年1月28日迁至新址:上海市黄浦区福州路515号青莲阁大楼3楼 总机:51701200