

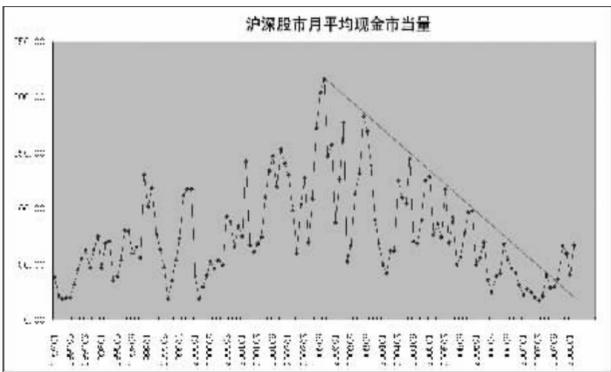
# 市场比大多数人想象的强

□金学伟

对供求关系的担心是近期市场一个最主要的忧虑。这个忧虑的产生非常自然,从供给方面看,今年将有1万多亿市值的大小非解禁,加上创业板设立、各种IPO、再融资等,即使不考虑增发与IPO的抽资效应,以及睡眠中的股指期货对资金的分流,仅上述几项就将给沪深股市增加1.5万亿以上的流通市值。而在资金面上,除了不温不火的开放式基金发行,人们实在看不出有什么新的爆发性增长,为沪深股市创造出新的奇迹。中国股市,总是需求增长的高峰之后,迎来供给增长的高峰,这似乎已成中国股市的一个特定规律。这一规律的产生和中国股市的新股发行与再融资的决策、审批程序过于繁琐、时间太长,以至于大多数公司都无法或来不及趁市场上涨时完成首发与再融资有极大关系。

但尽管如此,在具体分析上,市场还是存在一些偏差。其中最主要的就是把新增股票市值等同于实际供给量,然后与资金存量和预期中的增量作简单对比,得出供大于求或小于求的结论。实际上,股票市值代表的是理论上的最大可供量,它和实际供给量存在很大差距。因为股票是有价值的,低到一定程度,卖出量会自动消失,这时的股票市值只是统计上的可供量,并不具备实际意义。股票也是有成本的,当股价跌到一定程度,超过投资者可承受的“割肉”限度时,实际的供给量会大打折扣。股票同时也是有预期的,一定的、良好的收益预期会大大降低股票的实际买卖,才构成真正的需求。

事实上,股市就是交易和换手。当换手率达到一定水准时,市场会趋向均衡;而当换手率明显低于或高于这一水准时,就会出现明显的、趋势性、大级别上涨或下跌。因此,对供求状况,最好也是最简单、直观的指标应该是“现金市值当量”,



即:流通市值÷一定时段内的日均成交额。因为一定时段内的日均成交额构成了股市的现金流,只有当一定的现金流和一定的可供量相匹配,才能让我们知道市场实际的供求状况。

那么,沪深股市保持均衡的现金市值当量应该是多少呢?最好的老师就是市场。从1995年实行“T+1”交易以来,沪深股市一共出现过6个上升年份,分别是1996和1997年,1999和2000年,以及2006和2007年。6个上升年份的现金市值当量分别是24.34、50.49、53.36。从2001年到2005年为5个下跌年份,5年的现金市值当量全年日平均最高106,最低88,平均84。另有2个平衡整理年份,即1995年和1998年。无独有偶,这2个年份的现金市值当量均为58亿。这2个年份,上证指数的高低点均在上年低点范围内,既没创新高也没创新低。全年的价值中枢也与上一年持平,其中1995年为661点,比1994年674点仅低13点;1998年为1210点,比1997年的1197点高13点。而且经过整理后,下一年都是大升势,因此,我们可以说:每58亿流通市值有1亿的日均成交额,沪深股市就可以保持一种

强势平衡。在某些特殊背景下,如2003与2004上半年,在经过一轮大幅下跌后,依托重要的技术支撑,68亿的现金市值当量也能保持供求的大致均衡。

成交量是股市的元气,这是一句有名的股谚,但不够准确。更确切地说,把成交量(日均现金流量)与股票市值紧密地结合在一起的现金市值当量才是股市的元气。从现金市值当量看,一轮大牛市已经过去,这是毫无疑问的(见图)。

但同样从现金市值当量看,本轮调整具有较明显的强势特征:从去年11月到今年2月,4个月的平均现金市值当量为58.3亿,其中最大月份为11月的66.08亿,最小为今年1月的40.76亿。回顾以往我们可以看到,1997年的1510点调整,在头4个月的平均现金市值当量为48.76亿;2001年的2245点下跌,从当年7月到次年1月,平均市值当量高达133.25亿,7个月的市值当量全部超过100!总之,从头几个月的供求状况看,本轮调整虽弱于1997年1510点,但远强于2001年的2245点。而且58亿市值当量本身也在强势平衡的水准上,因此就现实看,目前市场要比大多数人想象的强。

# 今年的机会在中下游行业中

□中证投资 徐辉

经历去年10月中旬以来的4个月调整,近期市场开始出现企稳并反弹的迹象,其中招商银行和中国平安的反弹是标志性的事件。招商银行在解禁股上市后逐步走高,而中国平安则在近期出现大幅震荡,周四盘中一度涨停,而周五则大幅调整。在近期恐慌的气氛中,笔者反而建议投资者应当在理性评估公司价值的前提下大胆进行投资。总体看,笔者倾向于今年的机会更多地会在中下游行业。

关注资产价格的新动向

在谈市场机会之前,我们应当首先关注目前市场出现的一些重大资产价格现象。首先,罕见的负资产现象初露端倪。据深圳电视台报道,某君去年三季度的在深圳布吉购买了一套90平米的房子,花了120多万;近期装修完工打算住进去,此时开发商正在销售二期楼盘。一问才发现二期户型、同面积的房子现在只要80万。短短几个月,不仅首付跌没了,而且贷款额还比当前房价要多。其次,地产销售状况仍然欠佳,其未来究竟是滑向更糟糕的境地,还是最好的局面已经出现,值得深入关注。这两个月一些品牌开发商的销售情况还马马虎虎。金地集团前几天开盘的梅陇镇3期600多套房子,首日销售200多套,情况算是良好;万科在广州、深圳和上海的分销行动也取得了较好的成绩,其1月份的销售额数据仍然保持了15%左右的增长。其它的品牌开发商如保利、招地的情况也都还可以。但不差一些的开发商的销售

状况相当糟糕。据知情人士透露,某上市房地产开发商最近4个月只卖出了一两套房子,局面确实令人忧虑。

房地产业增长放缓可能使建筑、水泥、钢铁、建材等多个行业受到直接影响。这一影响究竟有多大,可能要等到5、6月份,才能够看得更加清楚。

地产业调整会制约银行股更大幅度反弹

就证券市场而言,地产、银行是两个重要的领头羊。地产股尽管在周五出现了大幅反弹,但笔者对其前高保持谨慎;而银行股能否独善其身,其关键还在于要防止地产调整的负面效应向银行业传导。一方面,此次地产业拐点之后的调整过程,可能难以在半年内结束,而在此之前出现的地产股反弹,大多可视之为技术性的反弹,其主要的方向可能还是以调整为主;另一方面,从2008年的信贷政策来看,与地产业关系紧密的银行信贷业务增幅可能也将出现相应的拐点,这对上市银行2008年的收益会造成影响;与此同时,商业银行严控地产发展商贷款,一方面会加速地产业的调整,另一方面也会对银行本身的贷款业务形成一定影响,即地产业的加速调整又会通过地产销售量的萎缩和售价的下跌,反过来影响银行的贷款业务和资产质量。这种恶性循环会不会在未来出现,值得我们关注。

当然,在这一事件出现之前,我们对于银行的前景还是保持谨慎的乐观态度。目前来看,大多数商业银行在2008年依然有望保持30%或更高的盈利增长,这主要得益于所得税的改革、贷款增

量的稳定以及中间业务的高速发展。但地产业的调整始终会对银行股出现更大幅度反弹形成制约。

机会在中下游行业

总体来看,要在2008年取得较好的投资成绩,一定不能睡在2007年的思维惯性里;因为惯性思维逻辑意味着,公认的投资品种的估值水平已经到达了令人忧虑的程度。去年四季度以来地产、银行股的腰斩行情,已经表明了市场对这一拐点的优势企业。近年来看,伴随着物价大幅走高,农产品、铁矿石、钢材等价格出现了大幅攀升,市场也在很大程度上预期了其未来进一步的攀升。在这样一个背景下,这些相关产品的上游企业估值,已经出现了较高溢价。这可能意味着这些上游行业的股价隐含下跌的风险;由此反观,在中下游行业里,投资者由于预期原材料价格将进一步攀升,这会导致相关上市公司估值水平反复走低,进而达到一个相当低估的水平上。在原材料上涨的背景下,部分中下游行业将可能在2008年上调产品价格;而另一方面初级产品价格由于2007年的大幅上涨和国家的政策控制,将使得原本预期能继续提升的原材料价格没有出现预期的上涨。两方面的作用,中下游行业的部分企业在今年可能出现毛利率的向上拐点,或者至少会超出行业分析师或投资者悲观的预期。这里面就蕴含了巨大的投资机会。所以,今年的大机会可能出现在中下游行业中。

■停板攻略

# 杞人忧天不足取 沉着应对破谣言

□姜朔

在政策面逐步回暖,资金面渐趋充沛,技术筑底渐稳的背景下,沽空者仍试图制造蓝筹股利空传闻作最后一击,但涨停股票已似满园春色按捺不住,预示着超跌后的反弹行情呼之欲出。

沽空者最后一击的利器是制造股价跌深的跌停雪崩,但已显黔驴技穷,例如:以深发展资本充足率不足为由,捏造其再融资500亿谣言,但殊不知深发展大股东新桥发展只是弱势控股,若实施如此巨额再融资,新桥发展对深发展控制权必失。近期沽空者制造蓝筹股的再融资谣言,撬动权重股跌停的雪崩效应来撬动股指持续下跌,营造恐慌气氛诱使投资者割肉离场,这其实是股指筑底特征之一,因此投资者更沉着应对,切忌再被谣言所惑。

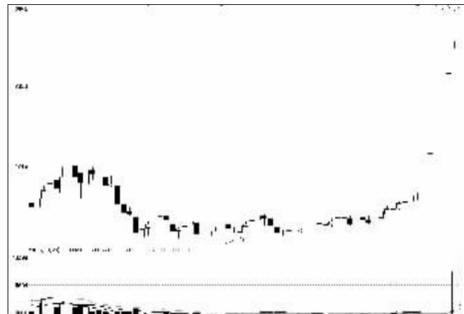
虽蓝筹股受谣言所困偶有跌停,但下跌也已是强弩之末,涨停股票池渐呈板块此起彼伏的活跃气氛。同是再融资,优质资产注入型的定向增发仍受青睐,继上周连续涨停之后,科大创新、中国中期本周仍然呈现出“抢帽子”涨停之火爆,而高价股小商品城也曾报收涨停,此类注资热门股一般有所可循,例如:注资预案披露至证监会核准通过有段等候期,在此期间股价一般呈箱体波动,投资者可适度参与高抛低吸。另外,已获核准的注资大股东皆需提供利润承诺,因此未来捕捉业绩增长

情的概率较高。另有连续涨停经典案例是三联商社,国美电器借陈仓收购三联商社大宗股权,是引爆三联商社股价持续涨停的诱因。上市公司估值除了市盈率指标之外,仍有市场重置成本等多种估值方法。近期海外微软、新闻集团都高溢价收购业绩下滑市盈率高的雅虎股权,与境内国美电器高溢价收购三联商社部分股权,透视的估值原理是相通的。因此对于“大小非”减持现象,投资者有时不必杞人忧天,例如:三联商社的大股东其实一直在减持股份,但反而迎来了强者的窥伺。因此,对于具备重置成本估值优势的公司,流通股比例增加后更能丰富购并题材;投资者未来最需要谨慎提防的大股东套现散户当家作主的高负债公司。

从本周的题材股表现分析,不仅农业股、创投股曾在周初大面积涨停活跃,下半周医药股、资源股、区域板块股也涨停,折射出去年岁末离场的券商和私募基金又开始回归股市,筹划烹烹今年的吃饭行情了。中国平安股东大会次日股价攻击涨停,意味着蓝筹股的调整已趋尾声,国际油价屡攀百美元大关,间接封杀了中石油、中国神华等能源股的下跌空间,股市动态市盈率已回落至25倍左右,具备启动反弹行情的估值基础,股指筑底尾声的概率极高,涨停股票将循着题材和业绩浪的轨迹联袂互动。

■停板探秘

# 科大创新:又一家传媒股



□潘伟君

科大创新(600551)本周连续五天涨停,列沪深两市涨幅榜第一,周五报收29.54元。该股本周大幅度上涨的主要原因在于公司基本面的重大改变。上月底公司公告,董事会已经审议通过了购买资产的预案。具体方案为公司向安徽出版集团定向发行股票以购买其旗下的出版、印刷等文化传媒类资产,发行价格为每股13.88元,以拟购买资产估值16.8亿元测算,本次发行数量不超过1.22亿股。交易完成后,公司主营业务将变更为从事出版、印刷及相关文化传媒产业,安徽出版集团将成为公司第一大股东。上述拟注入资产在2007年实现的净利润为1.88亿,而公司目前的总股本只有7500万股,加上方案

实施后新增的1.22亿股,未来总股本不会大于1.97亿股,加上公司自身的一些利润,因此动态EPS有望达到1元,公司因此将进入绩优股行列。由于传媒股的定位都比较高,如出版传媒的08PE在75倍,粤传媒的08PE在60倍,所以股价具有一定的想象空间。不过值得注意的是安徽出版集团的1.88亿净利润中安徽教材出版中心就实现了1.47亿,而这块利润有一定的垄断性,今年这种垄断性很有可能被打破。

K线图上值得关注的是本周最后两天的巨量,换手率分别达到20%和28%。连续两天超过两成的换手率至少对于短期的趋势会产生比较大的影响。不过由于在动态PE上的优势,尽管短线走势带来一定的压力但中期仍有上升的空间。

■无风不起浪

**疑问一:**民生银行拟拍海通证券股权?  
**确认:**民生银行近日发布董事会公告称,拟通过公开竞价整体拍卖所持1.34亿股海通证券股权。根据该方案的时间安排,民生银行处置上述股权所产生的巨额投资收益将于上半年内落袋。

**疑问二:**绿景地产收购大股东地产?  
**确认:**绿景地产近日公告,公司董事会已通过公司与公司第一大股东广州市天誉房地产开发有限公司签订《协议书》,同意公司收购西天誉房地产开发有限公司100%股权,该股权作价5582.4万元。

**疑问三:**国美电器重组三联商社的进展如何?  
**确认:**三联商社4日公告称,国美将改选公司董事会,这标志着国美重组三联商社的步伐正在加快。此前,国美5.37亿元通过山东龙脊岛建设高价拍得三联商社2700万股(占公司股本10.67%)。国美此举被市场认为是为了获取三联商社的渠道资源。

**疑问四:**天威保定大股东股权被划转兵装集团?  
**确认:**天威保定5日公告称,公司接到控股股东保定天威集团转来的中国证监会批复,同意天威集团国有股权转让给中国兵器装备集团,并豁免兵装集团因国有股权转让而控制的37303万股公司股份(占公司总股本51.10%)而应履行的要约收购义务。

**疑问五:**大连友谊拟定向增发?  
**确认:**大连友谊近日公告,公司拟向不超过十家特定对象的境内投资者发行不超过6000万股,不低于4000万股股份,发行价格不低于12.50元。目前尚未确定具体的发行对象,而具体价格将根据发行对象申购报价的情况,以竞价方式确定。

**疑问六:**小商品城收购国贸城三期又有新方案?  
**确认:**公司决定以定向增发的方式,收购义乌国贸公司拥有的义乌国际商贸城三期土地使用权及在建工程项目。小商品城近日披露定向增发预案称,本次非公开发行A股股票的数量区间为:下限为3000万股,上限为5000万股,发行价格为75.49元/股,最终发行价格尚需公司股东大会批准。

**疑问七:**西宁特钢拟发行分离债?  
**确认:**西宁特钢近日披露,公司拟发行分离交易可转换公司债券,不超过10亿元,同时每张债券的认购人可以获得公司派发的不超过10份认股权证。所募资金主要投向燃气综合利用和高炉富氧喷煤项目、置换短期债务、开发青海省内三个铁矿、对控股子公司青海江仓能源发展有限责任公司增资4200万元。

**疑问八:**据说,东方锅炉申请“摘牌”了?  
**确认:**东方锅炉6日正式宣布,中国东方电气集团公司换股要约收购东方锅炉无限售条件流通股股东所持股份的要

约期限已于2008年1月26日届满,相关股份的转让结算、过户登记手续已办理完毕。东方锅炉已于5日向上海证券交易所申请股票终止上市。

**疑问九:**苏宁环球定向增发方案有所修改?  
**确认:**苏宁环球7日披露,公司修改了去年8月获股东大会审议通过的2007年度定向增发方案。公司修改后的非公开发行股票数由38000万至42000万股变更为33000万至39000万股。此次公司向张桂平、张康黎发行股票的价格由23.81元/股调整为26.45元/股,募资规模相应地从不超过110亿元变为不超过100亿元。张桂平将以其在浦东公司拥有的46%股权认购1.17亿股,张康黎将以其在浦东公司拥有的38%股权认购9680.6万股。

**疑问十:**据说,华盛达将被刚泰集团掌控?  
**确认:**华盛达7日公告称,公司第一大股东及实际控制人华盛达控股集团(公司)近日将与刚泰集团签署正式股权转让协议。而双方已于停牌前的2008年2月4日签订了《股权转让及资产重组框架协议》,华盛达控股拟将持有的华盛达2276.0986万股限售流通股(占公司总股本的17.92%)以协议方式转让给刚泰集团,刚泰集团则以现金支付对价,转让完成后,刚泰集团将成为华盛达的第一大股东。(赵艳云)

■上证博客

# 行业冬天帮了谁的忙?

当你真心看好某样东西,并且你的资金够充足的话,那一定是价格跌得越低,你越高兴,因为你可以越跌越买,摊低成本,在更低的价位获得更多的筹码。然后等着看竞争对手倒在行业冬天里,而你可以坐等行业春天的来临。这个如意算盘谁都想打,所以行业冬天里,面上大家都在叫苦,其实背地里总有人在偷笑。

一、万科的降价与洗牌

最近,万科的新闻不断,在王石的“拐点”论的指导下,万科在全国各地掀起大降价,令竞争对手很不高兴,指责万科是趁机“洗牌”。究竟万科是自保还是洗牌?3月7日《21世纪经济报道》在《万科首次正面回应全线降价背后策略》中提到万科的回应:“在利润率和周转率之间,万科一直偏重的是后者。过去的经营业绩已经证明这一发展模式的有效性……万科并不存在资金周转方面的压力”。早在2006年万科就作出了“资金将取代土地成为制约行业发展的主要瓶颈”的判断,公司一直致力于拓宽各种融资渠道,以增强资金实力。虽然万科的说法比较委婉,但很明显,事实摆在它的资金充足。作为一家A股市场上最

受尊敬的大蓝筹股之一,万科的融资能力远远强于国内其它的地产业。趁着拐点对民心的好时机。正在北京参加两会的青岛啤酒总裁张志国接受《新京报》专访时表示,由于持续的成本压力,青岛啤酒去年的利润基本上全被成本吃掉。他预测,这轮压力致使未来5年都是啤酒行业的“冬天”,而整个行业将因此而优化。“行业整合的第三次分化已经开始。”按照张志国的观点,成本上涨是一把双刃剑,一些小企业必然被淘汰,而具有融资能力的企业则会瓜分其市场。他表示,整个啤酒行业的“冬天”已经来到,而且持续时间会在3到5年。“不过时间,市场资源会实现优化。”在这段10年,中国会形成4到5家巨头瓜分市场的局面,市场也因此而理性。”张志国预测,未来几家巨头的份额将占据80%

二、青啤唱衰啤酒业的底气

敢于唱衰自己所处的行业,青啤当然有自己的考虑——行业冬天正是消灭对手的好时机。正在北京参加两会的青啤啤酒总裁张志国接受《新京报》专访时表示,由于持续的成本压力,青岛啤酒去年的利润基本上全被成本吃掉。他预测,这轮压力致使未来5年都是啤酒行业的“冬天”,而整个行业将因此而优化。“行业整合的第三次分化已经开始。”按照张志国的观点,成本上涨是一把双刃剑,一些小企业必然被淘汰,而具有融资能力的企业则会瓜分其市场。他表示,整个啤酒行业的“冬天”已经来到,而且持续时间会在3到5年。“不过时间,市场资源会实现优化。”在这段10年,中国会形成4到5家巨头瓜分市场的局面,市场也因此而理性。”张志国预测,未来几家巨头的份额将占据80%

的。市场。三、网络招聘的磨刀霍霍

地产、啤酒这样的传统行业需要洗牌,新兴行业也同样需要洗牌,网络招聘行业亦是如此,业内三家巨头:中华英才网、智联招聘、前程无忧,亦打算在2008年磨刀霍霍。以Monster去年45%股权损失估算,中华英才网全年约亏1.5亿;以Seek30%股权损失估算,仅去年下半年智联招聘亏损就达5600万;而去年前程无忧总收入8.44亿元,同比增长21.0%,净利润1.59亿元,同比增长15.6%。对此,前程无忧CEO甄荣辉在接受《南方都市报》专访时如是表示:“据分别投资于中华英才网和智联招聘的Monster和Seek最新财报,竞争对手巨额亏损,我们认为这种经营是不可持续的,今年将对之发起重拳攻击。”为顺应资本市场的需求,网络公司的经营思路一直是“烧钱占领市场”,如今市场做大了,也该开始洗牌了。从面上说,每家企业都喜欢把“蛋糕做大、有钱大家赚”之类的好友话挂嘴边,但在暗地里,估计每家企业都希望看到对手倒下,以趁机瓜分对手的市场。所以,行业冬天到来时,总会有人在偷笑,这原本就是商业社会的游戏规则。(东方智慧证券研究所 黄硕)

传闻求证·小道正道 各行其道