

从海通证券股权流拍看 A 股结构性低估

近期海通证券股权折价 50% 以上依然流拍, 成为投资者非常关心的话题。我们认为, 海通证券二级市场股价显著高估, 使其失去了可比性; 而整体 A 股市场事实上是处在一个明显的结构性低估中, 说明 A 股战略性建仓机会已经成熟。当前市场正在恐慌中形成一个中长期的重要底部, 低估的大蓝筹品种有望先调整、先见底。

中证投资 徐辉

高估的二级市场价格不具可比性

民生银行 6 月 30 日公告称, 其暂时持有的 2.69 亿股海通证券限售流通股 A 股股票起拍参考价格为每股 11.68 元。拍卖当天海通证券二级市场收报 24.98 元/股。从价格对比来看, 拍卖价格仅为当日二级市场收盘价的 46.75%, 但股权依然没有人接手。这究竟意味着什么?

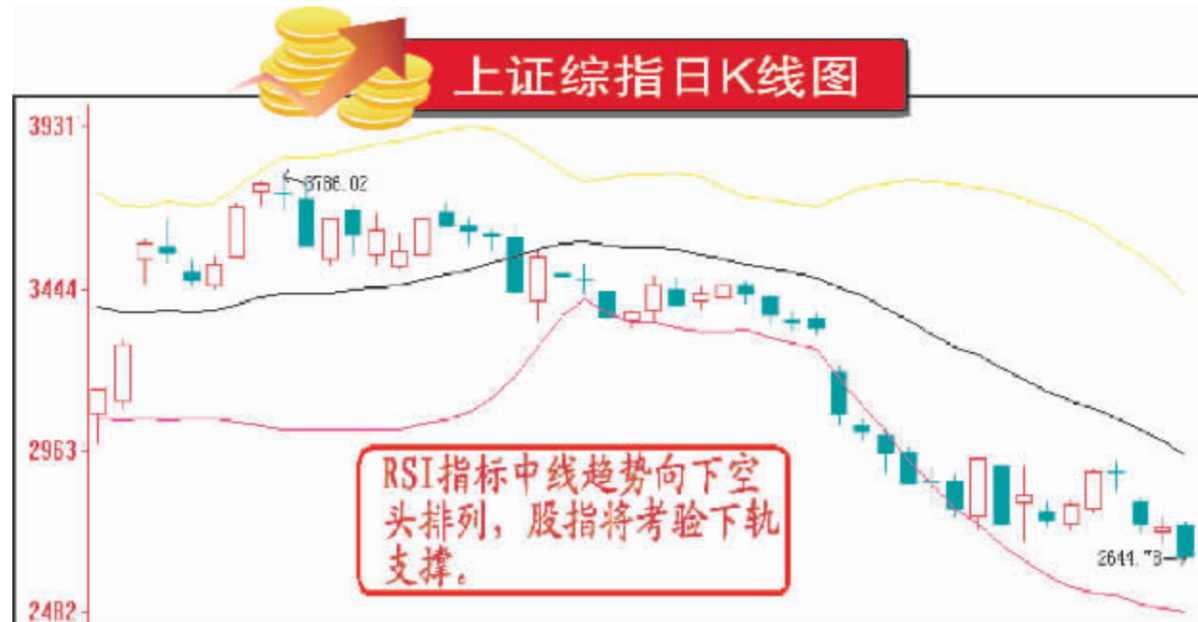
从目前市场各方的分析来看, 一般倾向于海通证券二级市场价格被过度高估所致。首先, 从市盈率的视角看, 海通证券比中信证券要高很多。业内预测海通证券 2008 年的每股收益在 0.55 元左右, 其二级市场市盈率高达 45.42 倍, 而同期中信证券 2008 年市盈率约为 16 倍, 仅相当于海通证券 1/3 左右; 其次, 从市净率的角度看, 海通证券和中信证券分别为 5.6 倍和 3 倍, 中信证券市净率仅相当于海通证券 1/2。考虑到中信证券为中国商业龙头, 理论上中信证券应该有更高的估值水平, 所以海通证券无论从哪个角度看, 其高估都是明显的。所以, 尽管拍卖价比二级市场价格折价很高, 但过度高估的二级市场价格并不具有可比性。

A 股结构性低估较为明显

海通证券的案例为我们普通投资者提供了一个很好的观察视角, 证券市场除了是一个长期投资的场所外, 也是一个利益博弈的场所, 如何辨别股票的真实价值, 不被市场价格所“忽悠”, 是非常重要的。目前中国 A 股市场的整体估值已经到了安全的水平, 但也存在结构性差异。这是投资者应当关注的风险所在。

一方面, 从市场整体估值情况来看, A 股市场已被低估。我们认为, 中国股市长期的合理动态市盈率应该在 20 倍左右。这是由未来 5 年中国 GDP 存在 8% 至 9% 的年均增长, 以及上市公司整体利润增长存在年均 15% 左右的增长所决定的。而目前的情况来看, 在 2800 点这个位置上, A 股静态市盈率为 18.5 倍, 基于谨慎预测 2008 年企业盈利增长 15% 的动态市盈率为 16 倍。这意味着, A 股目前大体低估了 25% 左右。所以, 从长远来看, A 股再度重回 20 倍动态市盈率的水平, 预示着目前 A 股已经存在较好的投资机会。

其次, 至上周五, 除价格受限行业如石化、电力、煤炭的 A 股股价仍对 H 股大幅溢价外, 其他银行、保险、地产、基建等行业的大型股票 A、H 股股价基本接轨。其中包括工商银行、建设银行、交通银行、招商



周二股指继续向下调整, 最低探到 2644.78 点, 收盘报收于 2651.61 点, 成交量仍是地量水平。从大智慧 Topview 数据统计看, 基金又出现净流出 5 亿, 保险资金则卖出达到 28 亿。油价走向以及 6 月 PPI 数据等都使得机构谨慎观望, 在成交意愿严重不足的背景下, 稍微的卖盘即可使股指再下低点, 同时无资金入市也使得股指缺乏支撑。从技术上看, 30 分钟离下轨 2612 点还有一定的距离, 而且开口呈扩大之势, 日线距离下轨 2468 点稍远, 但是目前市场若无任何政策利好的话, 后市存在跌穿 2500 点的可能。(万国测评 王荣奎)

继续向下 寻求支撑

今日关注

表现最差股市 何时不再最差

方正证券 吕小萍

随着 6 月份日历的悄然翻过, 全球股市都迎来了盘上半年表现的时候, 虽然全球股市在上半年表现都不尽如人意, 但中国股市“荣膺”全球表现最差, 意料之中又有几分意外。谁是最差股市的受害者? 从全球表现最差股市到全球表现最差, 在这轮财富瘦身运动中, 全民财富的缩水速度是惊人的。总市值来看, 沪深两市从 2007 年底的 32.71 万亿元总市值跌至当前 17.8 万亿元的水平, 蒸发了 15 万亿元。沪市静态市盈率从 60 倍下降到 20 倍。粗略估计, 2008 年上半年国内基金业总体亏损高达 1 万亿元, 187 只股票型基金中, 平均缩水幅度为 37%。显而易见, 瘦身运动中, 不仅仅是占市值约 70% 的国有净资产大幅缩水; 更受关注的是由于基金业在前几年的大力发展, 股市已经不是少数人的股市, 而是关系多数人的股市。在股市资产的缩水运动中, 居民财富受到严重影响。给予厚望的内需增长并没有如期出现, 老百姓捂紧钱包过日子的趋势反而越来越明显。

但另一方面, A 股市场也存在明显的结构性高估。我们看到在一些大型 A、H 股基本接轨的同时, 仍然有一些 A 股股价大幅高于 H 股。比如截止昨日收盘, 北人股份、ST 科龙、S 仪化、创业环保、东北电气、南京熊猫、北辰实业等 7 家公司的 A 股对 H 股溢价高达 230% 以上; 其他溢价在 100% 以上的 A 股还包括新华制药、经纬纺织、东方航空、S 石化、华电国际、大唐发电、南方航空、中国国航和广州药业等。

总体来看, A 股结构性低估的倾向是明显的。笔者认为, 大蓝筹有望先调整先见底, 而其他依然高估的股票, 其调整过程可能会相对比较漫长。

更多观点

来稿请投: zhaoyy@ssnews.com.cn 联系电话: 021-38967875

银行股: 暴跌拉开下半年行情帷幕

打压银行股做空股指的空间有限

上证联 沈钧

市场周二担忧央行近期再有紧缩的调控政策出台, 金融股成为重灾区, 空方利用市场加息预期, 对招商银行等金融权重股重点打击, 不费吹灰之力, 就令股指再创新低。事实上, 周二以银行股为首的金融股的整体下跌, 已经脱离了金融股的基本面。

首先从外部因素看, 近期整个欧美的金融结构再度陷入了“提、融、资、计、提、再融、资……”的恶性循环, 在油价不断创新高、欧美金融业进一步减记坏账的影响下, 道指今年上半年表现为 1970 年以来同期最差, 较去年 10 月高位低了 19.8%, 濒临熊市边缘。显示次贷危机的余威仍相当具有杀伤力。不过从美国最新经济数据看, 5 月个人支出增加 0.8%, 大于预期, 虽然关键的通胀指标低于预期, 但个人收入和消费的数据好于预期。摩根士丹利的研究部门因此还上调了二季度美国 GDP 的增幅预期。因此, 二季报期间次贷危机的余威仍不小, 但对全球金融市场的冲击不应过分夸大。

其次从货币政策看, 央行行长周小川最新表示, 加息仍是控制通胀的可选方案之一。市场因此更担心央行可能采取不对称加息的措施, 造成对银行股的直接冲击。值得关注的是, 当前加息面临的风险不

小, 国内房地产市场和热钱流入的压力更大, 对宏观经济将造成一定的冲击。全球通胀需要全球行动, 在目前通胀高位运行、经济持续减速的背景下, 贸然加息将加大自身的经济风险, 因此当前并不是加息的适宜时机。

最后从银行业的基本面看, 虽然银行业的景气度逐步回落, 资产质量存在潜在的恶化风险, 但 5 月贷款增长较快, 存款继续保持快速增长, 5 月份新增短期贷款 874 亿元, 新增中长期贷款 1976 亿元, 贷款长期化继续, 存款定期化趋稳。除存贷款利差收入外, 银行其他各项财务指标景气指数均较上季大幅增加, 可以预计下半年银行业经营状况会继续向好。

银行股领跌大盘从三千点破位下行至今, 在不到一个月的时间内, 上证综指离 3330 点-3760 点的平台已经有超过 20% 的距离, 此时银行股再度整体大幅下跌, 固然有外围市场金融股下跌的心理影响, 更为重要的是空方利用弱市心态和加息预期, 通过打压银行股做空股指的态势相当明显。但值得关注的是, 政策面连续发出稳定市场的信息, 目前管理层出台的有助于维护市场长远发展和稳定的政策越来越多。应该看到, 通过打压银行股做空股指的空间有限, 反弹的动力也会在下跌中孕育。

银行股领跌的导火线及深层原因

山东神光金融研究所 刘海杰

2008 年以来, 金融股一直是机构抱团取暖的群体, 然而下半年刚开始, 以招商银行为代表的金融地产股以跌停的方式拉开了下半年行情帷幕, 这不禁让投资者惶恐万分。在目前市场环境之下, 除了游资反向思维火中取栗之外, 市场竟然找不到安全的投资品种。因此, 我们除了要考虑指数要跌到哪里? 要跌到何时? 更要考虑我们身边发生了什么, 这对投资的帮助更大。

银行股暴跌的三大导火线

导火线一: 央行行长周小川表示, 加息的可能性始终是有的。通胀压力依然是摆在我们面前最大的问题。

导火线二: 上半年基金整体资产与去年末相比缩水 1.2 万亿。由于投资基金损失巨大, 赎回行为自然加大, 作为机构最后留守的重仓品种, 卖出也成为必然的事情。

导火线三: 中国人寿集团减持中信证券流通股。事实上, 国字头公司对手中配售筹码的减持并不是因为其资金链的紧张, 而是其收紧证券投资战略在调整, 但是在目前脆弱的市场环境显得特别刺眼。银行股作为保险资金重仓品种, 存在被减持的可能。

金融股下跌折射两大问题

第一, 涨多了总要跌回来, 市场对“高买低卖”行为忍无可忍。从空间上看, 大盘已经跌到 2007 年初水平, 不少个股跌至 2006 年价格水平, 即便是银行股群体也不例外。与其他行业股相比, 招商银行显然还在“带头站岗”, 补跌成为必然, 从而带动银行股再次下跌。更为重要的是, 目前投资者对于“高买低卖”的行为产生了严重分歧。这些行为包括中铝高价收购力拓股权、国开行投资巴克莱银行、招商银行收购永隆银行、美国银行超低价行权建行 H 股等等。

第二, 通胀让预期发生根本性变化, 下跌正在消化将来的风险。应该指出, 我国目前的经济结构不是合理, 过多的投入一方面膨胀了银行信贷, 另一方面导致投资低效和资源的浪费。因此我们看到, 过热的行业反复热, 冷的行业出现供求新矛盾。在通胀的阴影下, 我们的制造业已经遇到前所未有的困难, 继续向下游扩散; 我们的服务业, 特别是金融行业难以独善其身。信贷结构失衡, 信贷过度释放, 即便报表很漂亮, 但银行的日子不见得会一直好过, 目前的下跌正在为将来的风险提前买单。

谈股论金

行情将在纠错中产生新机会

无论从哪个角度看, 当前极度深寒的行情如同去年 6000 点时的狂热一样, 均属于市场犯错误的非正常时期。市场犯错误对盲目者来说是悲剧, 对富有智慧的理性者来说是一个重要机会。后期行情虽然还不存在形成新一轮牛市的可能, 但我们知道, “市场先生”除了有时候会犯错之外, 本身还有着强大的纠错功能, 因此, 后期市场将会证明今年上半年大幅度暴跌的行情是一种错误表现, 至少也是一种过度超跌的表现, 目前行情在严重超跌之后已经存在纠错的机会。市场最困难的时期已经过去或即将过去, 这对当前持股或者持币者的操作策略都是至为关键的。(阿琪)

专栏

主动型策略: 锁定“婴儿潮”消费人群

姜刚

有人认为境内股市不具备价值投资的土壤, 其实所谓是否具备价值投资条件也是事后才知道的。仅以巴菲特投资道路为例, 重返美国的 1973 年, 美股也是处于趋势投资盛行阶段, 购入的政府雇员保险公司、华盛顿邮报等股票市盈率也并不低, 而 20 世纪 90 年代当巴菲特投资进入收获期时, 巴菲特的市场价值才被证实是有效的, 而成功的关键要素之一就是紧紧踏准了美国“婴儿潮”消费人群的成长脉络。

如果按收入类别划分, 巴菲特投资旗舰哈撒韦公司应该划入保险股范畴, 且是美国四大再保险商之一。而巴菲特能凭借 2500 万美元资金“二次创业”成功的核心秘诀就是收购了政府雇员保险公司, 购买股票之初政府雇员保险公司还是亏损股, 但随着保费收入的稳定增长, 该公司源源不断地替巴菲特提供了投资现金流, 而投资收益的增厚, 又使得政府雇员保险公司业绩倍增。最终巴菲特不愿肥水流入外人田, 将其股票全部回购私有化了。20 世纪 50 年代是美国“婴儿潮”的初起, 而 20 世纪 70 年代“婴儿潮”人群尚处于大学就学阶段, 保险公司的保费收入仍没有出现大幅增长, 因此暂时的经营困境不可避免, 但巴菲特却敢于在保险股亏损之际大胆出手, 在当时无人认为巴菲特是价值投资者。

华盛顿邮报是巴菲特“二次创业”购买的第一只股票, 也是从不抛售的三只重仓股之一。巴菲特锁定传媒股的核心价值是“广告经营能力”。广告销售额的增长是紧紧依附于消费人群增长的, 但所谓新媒体的市场份额却是跌宕起伏的, 所以巴菲特从不购买综合性传媒股。投资者在关注传媒股时也应该把握“广告经营能力”这一人口红利脉络。例如, 北青传媒和博瑞传播几乎同时登陆资本市场, 但是博瑞传播的广告经营复制能力明显优于北青传媒, 因此资本市场表现也立刻优劣互现了。

“民以食为天”, 因此巴菲特选择的食品饮料股最令投资者耳熟能详, 可口可乐即是经典案例。巴菲特选择的食品饮料股并不是所谓涨价概念股, 而是产品能够简单复制的快速消费品。境内股市有没有相类似的案例呢? 仔细研究乳业股的案例, 投资者就会发现价值成长曲线的类似性, 因此未来 20 年内境内股市快速消费品的成长空间不容忽视。

不过巴菲特也有难以复制之处, 简言之: 投资者借鉴价值投资理念获利可行, 但若奢望复制巴菲特创业成功模式则难成。因为巴菲特拥有保险公司稳定且持续增长的收入, 这是支撑长期投资的关键, 而无论是巴肖的“德隆系”, 还是目前试图复制巴菲特的信托私募私募, 都缺乏这一必备要素。

cnstock 理财
本报互动网站·中国证券网 www.cnstock.com
今日视频·在线 上证第一演播室
“TOP 股金在线”
每天送牛股 | 四小时高手为你在线答疑
今日在线:
时间: 10:30-11:30
彭劲、胡一弘、董琛
时间: 14:00-16:00
郑国庆、吕新、赵立强、徐方、秦洪、张谦、吴青芸、高卫民、赵伟