

市场看点

市场曲解改革试点？

□中证资讯 徐辉

周一 是股权分置改革试点的第一个交易日,市场再现“黑色星期一”。沪综指下跌28.31点,跌幅2.44%;深成指下跌124.52点,跌幅3.94%。B股跌幅更加明显,上海B股下跌5.05%,深圳B股下跌5.4%。市场成交淡静,其中沪市成交仅58.499亿元,较节前成交大幅缩减。

五一期间,经过国务院批准,中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布启动股权分置改革试点工作。清华同方、金牛能源、三一重工和紫江企业成为了首批股权改革试点公司。

蓝筹股不再抗跌是个危险信号

周一盘面有五大特征:其一,周一沪综指再创近6年来市场新低。其二,131只股票跌停,其中

66只股票下跌约10%,65只跌停股票是ST股票。其三,高价蓝筹股跌幅高于市场平均。这是一个新的市场信号,也是一个危险的信号。代表蓝筹股的深成指下跌3.94%,远高于市场综合指数的跌幅 (2.44%)。中集集团跌停,振华港机下跌7.43%,中化国际下跌6.29%,中兴通讯下跌4.05%,盐田港下跌4.76%。其四,部分存在试点可能的试点概念股,在当日走强。如辽宁成大上涨2.58%,广州控股上涨1.19%。其五,扩容大幅震荡。包铝新股上市,盘中一度跌破3.5元的发行价,收盘上涨11.43%。华电国际锁定股上市,该股当日跌停。宝钢增发部分上市,下跌3.58%。

两重因素导致市场下行
那么,应如何来看待市场的这些反应呢?笔者以为,市场的大幅下跌,是多因素下的市场综合反应,一方面是投资者对于股权分置改革试点存

投资评级简报

□记者 龙跃 整理

齐鲁石化:强于大市

中信证券股考东在充分考虑了国际油价飙升背景下石油脑油价格的上涨和PVC价格下滑的不利影响后,预计齐鲁石化2005年的业绩将达到1.20元,维持“强于大市”的投资评级,目标价9.00元。他认为,公司2004年第三季度的产能扩张效应在今年一季度充分显现,2005年1—3月,公司把握市场有利时机,不断优化生产结构,加强营销管理,产销率达到100%。他表示,在公司的主要产品中,聚乙烯及聚丙烯系列产品的毛利水平仍然维持在高位,但聚氯乙烯和合成橡胶的毛利水平同比有所下滑。他指出,准确的计算产能扩张水平及合理预测其收益是把握目前公司股票市场走势的关键。

盐湖钾肥:强于大市

中信证券刘旭明考虑到盐湖钾肥具有资源垄断性、行业景气较好、业绩保持成长、历年平均80%的现金分红比例后,维持“强于大市”的投资评级。他认为,公司百万吨钾肥项目逐渐投产后,2005年氯化钾产量将由2004年的105万吨提高至135万吨,2006年则达到145万吨。虽然目前铁路运力紧张限制公司销售,但2005年底青藏铁路贯通以及公路运输,将缓解公司运力紧张的问题,预计2006年销量达135万吨。他预计,2005年公司氯化钾平均价格为1545元/吨,同比上涨22.4%;2006年价格会有5%的下降。他指出,假设增值税当年返还50%,则公司2005年EPS达0.71元,2006年EPS达0.83元;若2005年末返还增值税,则EPS为0.64元;若增值税完全返还,2005年EPS将达0.78元。

上海汽车:强于大市

中信证券李春波认为上海汽车当前估值水平过低,维持“强于大市”的投资评级。他认为,在行业低谷期,完全按照市盈率的价格性估值将低估公司的价值。根据在行业中的竞争力,公司合理的市净率水平应该在1.3—1.5倍,即5—5.75元;相应的2005年预期市盈率水平在14—16倍。根据剩余收益模型(RIM)的估值,在基于比较合理的未来增长率预期条件下,公司的合理价值为5.23元,相对当前股价仍有上涨空间。他指出,尽管公司仍将面临较大的业绩压力,但是由于股价已经有大幅调整,市净率、市盈率等指标都较低,已经进入投资价值区域。

南京中商:维持买入

海通证券路颖基于南京中商快速增长的业绩、符合市场的零售业态、谨慎的拓展风格、优质的商业房产、稳健的财务风格等因素,认为公司有理由享有行业平均市盈率,以上的估值水平,合理价值应在9.66元(20倍PE)以上,维持“买入”的投资评级,6个月的目标价10元。她表示,公司2005年一季报实现每股收益0.123元,每股经营性现金流净额0.113元,基本符合预期,维持前次预测结果,即公司2005年每股收益将达0.483元,2006年在不考虑房地产业绩的前提下,每股收益有望达到0.500元,而计入房地产可达0.641元。

中国石化:谨慎推荐

招商证券翁健认为,中国石化炼油毛利无法达到预期,调低公司2005、2006年每股收益为0.44和0.49元,维持“谨慎推荐-A”的投资评级。他表示,公司2005年一季度收入增长主要源于产品价格随油价而大幅上涨,净利润增长源于原油采掘和化工业务景气提升,而炼油和成品油销售成为拖累

在认识上的分歧,另一方面也与扩容因素相关。

股权分置的理解可能存在偏差。部分投资者认为试点可能没有补偿,因为“试点通知”中没有提及改革过程中是否补偿流通股东;但也有部分投资者认为存在补偿。因为周一公布的四个试点方案中都有明确的补偿条款。其中金牛能源、三一重工、紫江企业可能向流通股东支付股份,三一重工还将向流通股东支付现金作为对价。

扩容对于市场的负面作用再度显现。启动股权分置试点固然是当日市场最大的新闻,但直接影响资金供应的还是当天市场的扩容因素。华电国际锁定股、宝钢增发股上市,包铝新股股份上市,这三大股票对于市场资金消耗较大,同时其本身的下跌也对股指形成较大的下拉力道。

改革试点牵引机构逐利
应该看到,股权分置改革试点效应在盘面

显得淋漓尽致;其一,高价蓝筹股不再抗跌,反而领跌。市场的理解是,蓝筹股可能得到的补偿会相对少一些,而其它一般性质的、符合试点条件的股票补偿反而会多一些,这样,现有市场的蓝筹股估值与其它一般股票的估值,在股权分置改革试点背景下要重新来定位,在重新定位的过程中,蓝筹股可能反而不具有优势;其二,垃圾股一路狂泻。由于试点补偿集中在连续盈利的企业中,这样垃圾股、ST股最近一年不可能进行试点,它们只有继续价值回归;其三,试点概念股风云突起。辽宁成大、广州控股的逆势上行,还有清华紫光的涨停等等,都表明了市场的这一倾向。在部分机构投资者看来,可能试点的股票因补偿带来的收益更大。

蓝筹股大跌,标示下一步改革努力方向
政策的效应,既有正效应,也有负效应,盘

焦点

试点凸现重置价值

□江苏天鼎 秦洪

金牛能源、清华同方、紫江企业、三一重工等四家上市公司将率先进行解决股权分置问题试点,A股市场由此步入到一个新的格局中,股权重置价值成为市场关注的焦点。

寻找股权分置试点的路径

股权分置试点的主导原则是由上市公司提出方案,然后由非流通股股东与流通股股东进行谈判,最终确定方案是否可以实施。这意味着能够成为股权分置试点股的个股必须满足三个条件:一是股权结构要相对简单,最好不要涉及到B股、H股等外资股份。同时,控股股东要相对单一,最好非流通股东的实际控制人只有一个,这样便于控股股东提出方案与流通股东进行谈判。二是上市公司业绩要上乘,至少在所代表的行业或板块内不能居于末流,也就意味着ST股、亏损股、微利股是难以成为试点股的。不过,其中业绩优异的央企也要排除在外,因为涉及到国有资产增值保值的问题,在目前背景下难以实施。也就是说,民营股、地方国资股以及集体企业控制的上市公司容易进入试点股行列。三是非流通股东尤其是控股股东一直拥有良好的诚信纪录,不存在侵吞流通股东利益等问题。从此三个条件来看,未来的试点股将主要出现在有基金出没的业绩中等偏上的个股中。毕竟能够符合这些条件的个股,基本上都被基金选入到股票池中了。但是,符合这些条件但跌破净资产值的股票是难以成为候选股的,因为目前试点股的特征就是要显现补偿特性。

两类板块有望成为试点股频出的群落

循此思路,我们推断,有两类板块将有望成为试点股频出的群落:

一是刚刚实施过MBO或隐性MBO的上市公司。据不完全统计,目前已有100家左右的上市公司实施了MBO,而且涉及收购的资金动辄上亿元,对于国有企业的高管来说,完全由自己掏腰包显然是不现实的,MBO所需要的资金绝大多数是通过专门的融资安排筹

集到的。对于MBO后的上市公司来说,他们的控股股东是最愿意最迫切希望能够获得股权分置方案顺利解决的。而且,他们获得股权时的价值大多相当于净资产,让利以便获得流通权也是可期待。因此,在控股股东的推动下,此类个股是最易成为股权分置试点的。

二是民营股。虽然MBO后的上市公司也属于民营股,但在获得流通权的目标则有些不一样,MBO后的股权分置推动力在于偿还资金的压力,而对于民营股来说,则不存在着这样压力,其动力则是在于希望能够将自己的财富价值得以体现出来。因为股权分置后,可以形成公司价值的正常评价机制,在目前A股市场股价相对高估的情况下,股权分置一旦得以解决,民营股的实际控制人价值将迅速提升。我们推断,不太受到行政束缚的民营企业也可能成为股权分置试点股的积极推动者,第一批试点股中的三一重工与紫江企业就是如此。

股权分置过程中更要强调价值投资

循此思路,我们推测在随后的试点股中,雅戈尔、吉林敖东、辽宁成大、上实联合、清华紫光、新天国际、广州控股等以及中小板的一些个股中的上市公司有可能会入选而成为试点股。但值得注意的是,对于这些个股的推测并不代表我们认可它们的投资价值,仅仅是因为它们的基本面特征符合上述路径或试点股的要件,相反,我们在此提醒投资者的是,越是股权分置,越是要注意价值投资。

目前A股市场价值高估的原因之一就是股权分置因素,一旦股权分置得以顺利解决,那么,A股市场价值高估的因素之一也就烟消云散。也就是说,A股市场价值高估的理由也就失去了存在的基础。既如此,价值高估的个股必定会继续走在价值回归的道路上,并不会因为补偿就会改变股价的运行趋势。

在股权分置解决过程中,即便遇到了试点股大剂量的补偿,投资者也要仔细观察,因为如果是垃圾股,送1股也就是送1股垃圾,不会对公司的内在估值产生实质性的影响,反而会出现补偿越多,杀跌越厉害的现象,因

面显示负效应大于正效应。其中尤为值得关注的是,蓝筹股超出市场平均的下跌,这是否昭示了改革试点的下一步努力的方向。

蓝筹股投反对票值得警惕。仅就当前的情况来看,股权分置试点改革确实会产生A股含权的预期,但个股含权大小却决定了市场的投资方向。如果因为蓝筹股在过去的历史中取得了好的经营业绩,流通权也获得了一定的、相应的报偿,因而使得其补偿较少的话,这将撼动当前市场多年来形成的价值投资的氛围。

市场下跌还隐含了对未来的担忧。1000多家企业的全流通,要进行1000多次的谈判,而流通股东、尤其是中小投资者完全处在劣势位置上。复杂性所带来的寻租行为、内幕交易等等,也是投资者非常担忧的事情。

重置价值股的机会开始显现

在这样背景下,我们认为未来的业绩确定性增长仍然是投资者选择个股时重点考虑的因素,我们建议投资者可以从重置价值的角度寻找一些积极防御性的个股。股权分置改革对于估值体系将带来巨大影响,即在目前以业绩增长为基础的估值标准之外,又多了一个新的角度——强化从资产角度出发的估值标准。因为在股权分置解决后就意味着A股市场的金流通,而在全流通的背景下,通过股权购并等行为,证券市场所提供的资产配置空间和效率均将得到有效提升,重置价值高于市场价值的资产富裕型公司无疑会成为资本关注的重点,甚至有可能成为产业资本关注的焦点。这主要分为两类:一是类似于电力、水泥等固定资产投资规模较大的产业形态,如果它们目前的市值低于重置成本,极有可能引来产业资本的关注。比如说某产业资本想投资一台装机容量为60万千瓦的电力机组,投资成本在12亿元,但如果某电力上市公司拥有60万千瓦机组,但目前的市值只有10亿元,那么,对于此产业资本来说,与其重新投资电力机组,还不如收购此电力公司,这样就有可能利用股权分置的契机而介入到上市公司的控股权的争夺中,这样就为二级市场的投资者提供了一个极佳的投资机会。二是类似于房地产、商业等上市公司拥有的资产大幅增值但尚未在净资产上得以体现品种。比如说益民百货拥有的商业地产重置估价价值将达到15亿元至20亿元之间,折合每股净资产达到7.7元至10.3元,较目前的市场价依然高出近一成,这样的个股是不怕股权分置的,反而会因为股权分置所带来的资产价值重估这一契机而成为价值再发现的机会。这其实也是南京新百、南京中商等商业股屡屡被产业资本举牌的原因之一,更是东方集团在近期反复活跃的原因。

股票名称 及代码	涨跌幅 (%)	成交金额 (万元)	所在机构	证券营业部	金额 (元)
新蜀天宏 (600419)	+10.11	373.50	汉唐证券	上海武夷路	193462.00
			招商证券	深圳罗湖	187164.30
			银河证券	广州建设大马路	177089.75
			银河证券	广州较场东路	167648.00
			山西证券	太原源泰街	15027.00
华电国际 (600027)	-9.97	3800.74	国际金盛	北京建国门外大街	11777599.00
			新蜀证券	杭州庆春路	1088000.00
			上海证券	证券投资者总部	2905150.00
			南京证券	上海南京东路	242000.00
			国信证券	北京二环路	2012940.00
大唐电信 (600198)	-9.97	1849.90	金信证券	义乌江东北路	1714400.00
			中信证券	市场开发部 非营业场所	980133.00
			方正证券	杭州平海路	761462.00
			东方证券	上海万航渡路	655153.00
			银河证券	宁波解放南路	648239.00
梅雁股份 (600868)	-9.91	1041.56	海通证券	太原新南路	1109189.98
			湘财证券	长沙劳动西路	548191.54
			上海证券	广东四路	416774.00
			招商证券	深圳振华路	375715.00
			南方证券	上海东江湾路	368270.00
云维股份 (600725)	-9.9	947.35	太平洋证券	曲靖麒麟南路	1884379.61
			银河证券	南京上东路	557174.00
			南京证券	南京热河路	396610.00
			民族证券	鞍山人民路	385922.00
			招商证券	深圳振华路	313739.18
交大博通 (600435)	-10.05	907.39	光大证券	上海张杨路	1304236.00
			兴业证券	泉州涂门街	523230.41
			中关村证券	总部	345490.00
			辽宁省证券	沈阳北顺城路	296091.00
			国都证券	上海通北路	256260.00
清华紫光 (000938)	+10.04	1921	天一证券	宁波解放南路	2152700.00
			国信证券	深圳红岭中路	1287648.30
			兴业证券	厦门兴隆路	638580.00
			广发证券	汕头海山路	584010.00
			国信证券	杭州保俶路	545900.00
深达声A (000077)	+9.89	213	天一证券	宁波开明街	1224547.91
			宏源证券	上海妙境路	178313.00
			科技证券	青岛北京路	151546.00
			金信证券	金华青岩路	130628.00
			科技证券	深圳建安路	121380.00
中集集团 (000039)	-10.01	27410	联合证券	广州华南北路	25584121.58
			国信证券	深圳红岭中路	16100783.83
			招商证券	深圳振华路	9601239.60
			银河证券	杭州专用席位1	9022022.00
			兴安证券	哈尔滨长江路	8982865.63
华立控股 (000607)	-9.93	1620	广东证券	【机构专用席位】	1820931.41
			东北证券	上海华山路	45156.19
			华英证券	重庆白象街	402469.52
			世纪证券	【机构专用席位】	4872485.60
			国信证券	深圳红岭中路	1281517.00
TCL集团 (000100)	-10.16	1538	湘财证券	北京惠新东街	1104369.90
			招商证券	深圳振华路	798678.00
			银河证券	【机构专用席位】	703800.00
			国信证券	上海北京东路	546152.64
			东莞证券	东莞运河西路	542093.00
长丰通信 (000892)	-9.9	1350	国信证券	深圳红岭中路	389169.00
			渤海证券	上海静安区	382749.00
			申银万国	南京华山路	340440.00
			国际金盛	上海南京东路	747864.70
			大通证券	上海静安寺路时代大厦	534361.00
华北高速 (000916)	-10.03	1243	大通证券	大连富民路	590937.00
			光大证券	北京月坛北路	507244.00
			昆仑证券		418199.00

制表:熊永红

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。