

新股发行提示

Table with columns: 证券代码, 证券名称, 网下发行量, 网上发行量, 申购价, 申购日期, 中签日期, 发行市盈率. Lists various IPOs like 昌红科技, 特瑞斯, etc.

制作:本报信息部

沪深 300 成分股平均市盈率 15 倍;创业板公司平均市盈率 75 倍;中小板公司平均市盈率 49 倍

A 股到底贵不贵? 估值到底高不高?

证券时报记者 万鹏

A股市场到底贵不贵,估值到底高不高,现在成了一个很难回答的问题。站在不同的角度,会得出不同的答案:从蓝筹股来看,估值甚至明显低于港股;而中小盘个股似乎已经贵得离谱。是否存在就一定合理?这种悬殊的估值差异能够持续多久?这成为了困扰A股市场投资者的一大心结。

估值差异悬殊

A股市场不同上市公司之间的估值差异,可以用一组数据来反映。本报信息部统计,截至12月1日,以三季度报数据计算的沪市A股上市公司平均市盈率为16.44倍;沪深300指数成分股平均市盈率15.24倍;而创业板和中小板上市公司平均市盈率分别为75.01倍和49.06倍。

信达证券研究员陈嘉禾对比了全球各个市场的估值体系后认为,A股市场估值结构是十分荒谬的。他统计了全球14个主要市场数据,将每个市场的股票分为四等:大市值股票、中市值股票、中小市值股票、小市值股票。在测算了近3万个股票的估值后发现,全球主要市场的估值结构为:中小盘股、小盘股为大盘股估值的40%到80%左右。而在A股市场中,小盘股、中小盘股估值至少在大盘股的两倍以上。

在A股总市值超过1000亿元的大盘蓝筹公司中,估值的差异也有明显体现。以市盈率来看,最低的为宝钢股份,市盈率为7.79倍,最高的为洋河股份,市盈率达55.6倍;而市净率的两极端仍是这两家公司,宝钢股份为1.08倍,洋河股份为18.21倍。在市销率(销售收入/总市值)方面,中国石化排名超千亿大蓝筹公司的第一位,该公司今年前三季度营业收入为1.43万亿,而A股总市值仅5649.7亿元;而张裕仅用35.71亿元的营业收入,就支撑起了1454.3亿元的总市值。

A股上市公司估值差异,是否仅仅是由于行业因素造成的呢?为此,陈嘉禾对比了各个行业内部的估值情况,发现即使在一个行业、业务相同的公司中,市值越小的股票估值一般也越贵。这就有力驳斥了以上的猜想。有意思的是,A股市场中市值排名前3的白酒公司,合计总市值为4510亿元,分别相当于1个中国人寿、2个招商银行、3个万科、4个长江电力、13个宝钢股份。其中,仅洋河股份一家公司的总市值就相当于3个伊利股份。但这是否就意味着中国白酒市场规模及市场前景都要远远大于乳制品行业呢?

存在是否合理

实际上,从2008年底A股市场见底回升以来的绝大多数时间里,以中小板、创业板为代表的中小市值个股的表现都要远远优于大盘蓝筹公司。目前,这两个指数都已创出历史新高,两大板块中大部分公司的股价都已回到或超出2007年的高点。近两年以来,A股市场一直处于个股走牛、指数不振的格局中,市场的估值矛盾可谓由来已久。这其中,当然也不乏合理性。

目前普遍的观点认为,以中小板、创业板为代表的中小市值公司多为新

兴战略产业,符合经济结构调整方向,受到政策扶植,未来增长前景乐观。此外,国内货币政策的转向,使得市场资金面趋紧,不支持蓝筹股的全面走强,市场有限的资金自然集中涌向中小市值个股。

作为外资机构,瑞银证券近期发表的策略报告就指出,新兴市场投资者最常见的苦恼是,他们无法在有吸引力的价位买到新兴经济体中很诱人的增长股。投资者普遍认为这些市场内增长强劲的板块目前估值都太贵。实际上,所有行业板块目前估值都在以往交易区间内,而且没出现“新范式”可用来支撑当前或目标估值。

不过,博时主题行业基金经理邓晓峰则认为,很多小公司质地平平,经营多年,营业收入也就几个亿的规模,行业地位并不突出;上市后,市值却动辄几十亿、上百亿元。与之形成鲜明对比的是,很多蓝筹公司一年的分红回报率超过5%,却仍然被市场所唾弃,市场的结构分化达到极致。

他认为,这种估值差异主要带来了两方面的负面影响:一是导致了社会资源的错配;二是导致了负向的激励作用,上市公司不是从企业本身做事业、求发展的角度来思考问题,而是从做大市值、在二级市场减持中去实现利益最大化。

未来如何演变

按照普通的理解,存在即是合理。可纵观历史上的每一次泡沫,从开始到破灭,均能持续相当一段时间。

投资大师索罗斯在他的盛衰理论中指出:如果趋势足够强大,能经得起检验,趋势和错误观念则会进一步相互强化。随之而来的是黄昏,怀疑增长,更多的人失去信心,但是主导的趋势由于惯性仍在维持。最后终于到了趋势的逆转点,然后它开始朝相反的方向自我强化”。

信达证券研究员陈嘉禾认为,从当前的形势看,小盘股泡沫已经越过了其发展期和成熟期,开始步入黄昏期。不过,市场对小盘股的热情还没有完全消散,小盘股泡沫和其估值溢价或许还会持续一段时间。但是,这种估值溢价可能一直保持下去。在未来市场可能出现下跌导致泡沫赚钱效应消失、或是流动性紧缩造成市场资金不足的情况下,小盘股泡沫就可能受到严重的打击。

2007年上半年,A股市场题材股、垃圾股飙升,蓝筹股则表现平平。当年5月29日夜,国家税务总局宣布调高股票印花税,印花税率由0.1%调整为0.3%。5月30日,上证指数直接低开247点,两市近1000只个股跌停。5.30”之后市场风格发生明显变化,煤炭有色等资源类股、金融股集体开始出现超越指数的表现,当年6至10月间,沪深300指数上涨了55.6%,而中小板指数仅上涨26.9%。

而近一个月来,市场多次出现中国国石油拉升,小盘股集体跳水的一幕。这也从一个侧面反映出投资者对于小盘股能否持续享有高估值并不自信。

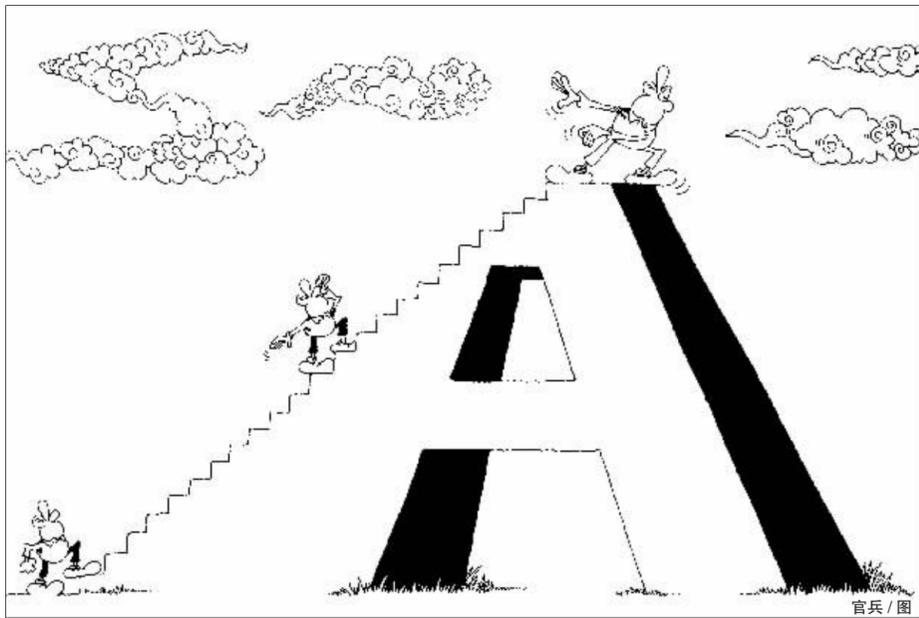
第一创业证券研究员于海涛就认为,戴在高估值板块身上的镣铐正在

逐步收紧。货币政策对流动性的收紧,会对权益市场的估值形成压制,其中,中小盘股相比权重股的高估值仍极为明显,相对而言,中小板、创业板面临

的压力更大。而处于价值洼地的大盘股的启动,或许只是在等待一个临界爆发点,就如同上一次的5.30”。泡沫论调与认为估值合理的声音

永远是一出对台戏,而在潮水退去之前,很难确定是谁在裸泳,这一切还有待时间的检验。

(相关调查见A6版)



官兵/图

A股泡沫的反身性逻辑

华林证券研究中心副主任 胡宇

一直以来,想以价值投资的逻辑来衡量公司价值。不过在当前A股市场,要想成为真正的价值投资者,则需要有冷静思考的大脑,和理性、客观的批判性思维。

对于一家公司到底值多少钱,恐怕很少有人会去关注总市值的大小。但,作为价值投资者,从总市值来考察一家公司其实是无意义的。这意味着公司重置成本的大小,意味着公司所代表的经济价值的大小。比如长江电力,是主板市场公用事业板块中的超大型清洁能源企业,代表着三峡工程的硕果;而另外一家股价高达250元的企业则是深圳中小板消费板块中的酿酒企业。但这两个有天壤之别的公司,从市场的角度看却已是基本等价的公司。简单地说,用一个工厂的钱就可以买下三峡工程的硕果,因为他们的总市值都在1200亿左右。而长江电力的资产总额是前述酿酒企业的16倍、股东权益是该酿酒公司的3倍、净利润是该酿酒公司的4.7倍。

其实用常识来看,酒类公司的护城河如果不是具有足够的垄断性和独特的品牌优势,除非像国酒茅台一样,具有与生俱来的文化和酒窖资源,否则是很难维持长期成长性的。而长江电力作为独一无二的国家垄断性资源,则是其盈利能力能否持续的关键,这一点是毋庸置疑的。

同样的道理可以对比黄金股的价值。黄金股的泡沫,在于公司的市

值早已高于公司黄金的储量隐含价值的N倍。比如一家黄金类上市公司的储量为300吨黄金矿,毛利率(自产及冶炼金的加权平均毛利率)为10%,最终开采出来等于30吨黄金的价值。目前一吨黄金的市场价格大概在3亿元人民币,因此,按照公司储藏的黄金价值来看,公司的内在价值亦不过90亿元。但其公司市值最高超过了900亿。即使考虑公司未来或许还存在新探明储量的可能性,但现在的价格已经有非常大的泡沫了。

再看目前创业板发行新股的定价区间。一些带着漂亮外衣的公司往往定价不菲,好比做农业的公司,往往也披着高科技生物概念的外衣,一旦增加了新兴产业或科技概念,那么,这样的IPO定价往往可以超过100倍市盈率。这些公司依靠所谓的高成长性,在定价过程中注入了盈利增长的想象力。

另外,当前A股市场正在流行着一个符合索罗斯反身性原理的游戏。那就是企业的定向增发。从万德的统计数据来看,今年以来实施了增发方案的企业有134家,其中仅仅10家是公开增发,而另外的124家企业均采用了定向增发的方式。此外还有接近300家企业公布了定向增发的预案,而计划公开增发的仅有15家。

为何众多公司都选择定向增发的方式呢?笔者认为,一方面定向增发有利于机构投资者和机构大户参与,因为定价往往较市场现价有20%

—30%的折扣,对机构投资者和个人大户而言,存在套利空间。另一方面,企业在本身缺乏投资价值的前提下,为了获取更多的资金支持,也可以采用定向增发的方式来推升公司业绩并增加公司的市值规模。而公司的盈利与规模增长与定向增发的关系,恰如一个正向反馈环。

正如索罗斯所言,当市场处于主动强化过程当中的时候,往往会将企业盈利成倍放大,企业也往往有更大的勇气将公司的净资产以成倍的溢价卖出。公司一旦有机会在股价高位采用公开增发或定向增发的方式融资,那么,公司的净资产规模还将继续放大,而这样放大的效应又将刺激更多的投资者参与这个正强化的过程。

公司上市带来了新增资本金,新增资金带来新的投资项目,从而带来新增收益或预期,新增收益或预期刺激股价上涨,股价上涨带来进一步的融资机会(采用定向增发是常用手段),新的资金又将新建或收购盈利项目,从而在推动企业进一步扩大规模的同时,带来更大的盈利增长或上涨预期。

这样的正向强化过程在不断推高市场预期预期的同时,在不断的吸引资金加盟的同时,亦将带来泡沫的最终放大到极致,直到市场开始反思或出现不同的预期,这样的正强化才可能被终结,从而步入负强化的过程。否则,这样的击鼓传花的游戏将会不断衍生生成市场的系统性风险。

持仓明显萎缩 下周震荡概率大

东方证券研究所 高子剑 胡卓文

本周(11月29日至12月3日)5个交易日前3天下跌,后2天上涨。除了周二的跌幅较大外,其余每天的涨跌幅不超过1%,继续整理格局。本周的周最低点比上周高、周最高点比上周低,区间更小。沪深300指数全周累计下跌1.15%。

一般而言,分析股指期货主要看价差,但本周我们先讲讲持仓量。上周五期指12月合约持仓量即低于2万手,属于非常低的水平。低仓位代表期指交易者认为行情波动不大,用少量

资金小试身手即可。这种持仓量偏低的现象,在本周得以延续。

本周5个交易日收盘时的持仓量依序为:21147手、20203手、20223手、23169手、20556手。可以看出除周四外,其余四天的持仓量都在2万手徘徊。持仓量低空盘旋,就像汽车只打1档,肯定跑不快,反映期指交易者认为大盘不会有大的行情。而现货本周的震荡幅度一如期指的预期,不仅低于前周,更是“十一”长假后的最低值。由此也定下了“仓位低、看盘整”的基调。

持仓量看出震荡,价差看交易手法。既然持仓量说明交易者看震荡,那么交易手法肯定是低买高卖。我们配合价差和持仓量,逐一看看每天的变化。周一,期货低开5.4点,现货低开11.3点。尾盘走高时价差放大到0.9%,看似追高,但是盘中持仓量最大值仅有24141手,显示多方没有太大的投入。

周二现货低开,这说明多方投入不大是正确的。多方看错后,迅速利用早盘冲高做出修正。首先价差降低,不

增加成本。其次,10点10分现货几乎达到前日高点,这时的持仓量低于与前日高点。价差缩小,持仓量低,多方顺利在第二个高点调仓。

周三盘中持仓量最高只有24062手,为本周最低。当日现货震荡仅38.8点,波动区间不大。

周四期指市场均大幅高开,期货39.4点,现货49.7点。早盘前半个小时的价差从前一日收盘的0.31%上升到0.75%,持仓量也上升到2万5千手,多方追高。但是9点35分就是当

日最高值,随后小幅滑落。多方在下午13点前后,相当于全日最高点的位置即时做出仓位调整,此后,价差缩小、持仓量下降。

周五的价差跟价格相反。11点5分、13点45分,现货指数为3136.6点和3136.1点,这段时间为现货价格的洼地,而价差的平均值为0.58%。尾盘现货小幅反弹,多方低位吸纳取得成功。

日最高值,随后小幅滑落。多方在下午13点前后,相当于全日最高点的位置即时做出仓位调整,此后,价差缩小、持仓量下降。

周五的价差跟价格相反。11点5分、13点45分,现货指数为3136.6点和3136.1点,这段时间为现货价格的洼地,而价差的平均值为0.58%。尾盘现货小幅反弹,多方低位吸纳取得成功。

期指一周看台

世界主要指数一周表现



道琼斯:本周出现强劲反弹,但中期仍将继续震荡整理。



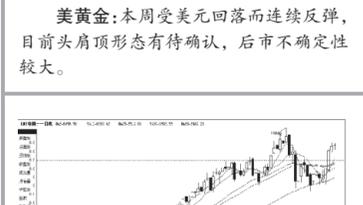
恒生指数:本周小幅反弹,短期仍未企稳,后市应继续保持谨慎。



美元指数:本周受半年线压制遇阻回落,后市仍有再次走强的可能。



伦敦铜:受美元回落等因素影响,铜价较上周明显反弹,短线仍有继续走强的可能。



美原油:本周连续反弹,大有脱离美元,走出独立行情的迹象,短线仍面临较大机会。(万鹏)



美铜:本周连续反弹,大有脱离美元,走出独立行情的迹象,短线仍面临较大机会。(万鹏)



美原油:本周连续反弹,大有脱离美元,走出独立行情的迹象,短线仍面临较大机会。(万鹏)