

G 股或准 G 股淘金还需看估值, 否则积累下估值压力

市场动态分析 (08.07)

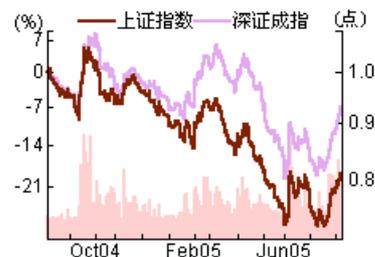
鲁信文 86-0755-82943566
 luxw@ccs.com.cn
 赵建兴 86-0755-82943202
 zhaojx@ccs.com.cn

主要观点

- 国务院召集部分省市相关负责人召开“股改”会议, 表示在本届政府任期内务必解决完毕。高层再一次表明把股改进行到底的决心, 说明高层首肯了正在进行的“股改”试点, 对稳定市场关于股改进程的预期有促进作用。同时, 中国证监会副主席庄心一关于“政策将向 G 板倾斜”的讲话表明不进行“股改”将被市场边缘化。两者对上市公司进行“股改”形成压力或动力, 从而推动“股改”进程的加快。有关“政策将向 G 板倾斜”的讲话在市场中显现出“威力”, 直接推动 G 股走强, 展开填权, 从而带动市场对未停牌的试点公司展开抢权行动, 进一步改变了投资者害怕贴权的心理预期, 致使反弹向纵深拓展。
- 同时, 长江电力股权分置改革方案的通过, 标志着沪深两市第一只大盘蓝筹股的股权分置改革告捷。我们预计在它复牌之后将产生填权走势, 并对其他大型国有企业的股权分置改革及股价走势产生示范效应, 短期内进一步展开抢权行动, 从而带动和促进大盘的反弹, 估计大盘将冲击 1150—1200 点区域。在此区域经过调整和换手, 若有关 7 月份经济运行数据比预期的好以及出台进一步政策利好支持, 那么市场将进一步拓展反弹空间。
- 我们留意到随着 G 股展开填权, 市场出现了抢权行动, 投资者对全流通下的供给压力开始逐渐产生麻痹心理。应该说目前对 G 股的定价还将处于不断摸索的过程中, 如果对 G 股或准 G 股的炒做脱离了其内在价值, 市场在解决股权分置问题的过程中将再度积累下估值的压力, 则当新老划断与 IPO 再度恢复的预期产生时, 估值压力的释放将有可能使市场再度面临调整。
- 投资策略上建议投资者从估值和对价以及资产重组成本三个角度去积极寻找股权分置改革和人民币升值受益的“赢者”。除继续持有或增持业绩稳定增长、估值合理的食品饮料、零售、中药、旅游等非周期性消费品及公路运输、机场、城市供水供气及交通等基础设施和公共服务类行业龙头公司之外, 战略性配置受益于人民币升值的行业龙头公司, 并把握波段操作所带来的超额收益。另外, 密切关注市场能否掀起对周期性行业, 尤其是其中资源类企业资产价值重估的浪潮。
- 本周组合收益 1.36%, 超额收益-0.99%, 组合从年初至今的累计收益已经上升到 10.03%。下周我们建议投资者仍可适当增持股票与转债比例至 66.5%。建议增持上海机场、大商股份、小商品城、国电南瑞。

上证指数: 1128.74

市场走势



市场走势

	8.6 收盘	本周涨跌
上证指数	1128.74	4.22
A 股指数	1186.07	4.16
B 股指数	64.65	10.15
上证 180	2176.22	3.79
上证 50	812.33	3.00
深证成指	3047.33	5.53
成份 A 指	3114.85	4.46
成份 B 指	1939.24	9.88
深证 100	905.12	4.67
深证综指	268.59	5.55

行业涨跌榜

	股票数	本周涨跌
煤炭	13	8.18
计算机	35	7.41
建材	40	7.06
元器件	39	6.65
日用化工	98	6.19
商业	57	3.34
食品	26	3.31
金融	8	3.24
交通运输	19	2.38
通信	3	1.93

相关研究

与赢者共赢——全流通变局下的 A 股市场投资策略, 7/01/2005

2005 年 8 月份投资策略报告, 08/01/2005

一、近期基本面分析与展望

1.1 近期国务院召集部分省市相关负责人召开股改会议，要求各地方政府大力支持当地上市公司进行股改，表示本届政府任期内务必解决完毕。同时，中国证监会副主席庄心一关于“政策将向 G 板倾斜”的讲话在市场中显现出“威力”——不进行股改将被市场边缘化，直接推动 G 股走强，展开填权，从而带动市场对未停牌的试点公司展开抢权行动，进一步改变了投资者害怕贴权的心理预期，引发市场普涨，致使反弹向纵深拓展。

分析：国务院召集部分省市相关负责人召开股改会议，表示本届政府任期内务必解决完毕。高层再一次表明把股改进行到底的决心，说明高层首肯了正在进行的股改试点，对稳定市场关于股改进程的预期有促进作用。同时，中国证监会副主席庄心一关于“政策将向 G 板倾斜”的讲话表明不进行股改将被市场边缘化。两者对上市公司进行股改形成压力或动力，从而推动股改进程的加快。

中国证监会副主席庄心一关于“政策将向 G 板倾斜”的讲话在市场中显现出“威力”，直接推动 G 股走强，展开填权，从而带动市场对未停牌的试点公司展开抢权行动，进一步改变了投资者害怕贴权的心理预期，引发市场普涨，致使反弹向纵深拓展。

但是，我们留意到随着 G 股展开填权，投资者对全流通下的供给压力开始逐渐产生麻痹心理。应该说目前对 G 股的定价还将处于不断摸索的过程中，如果对 G 股的炒做脱离了其内在价值，市场在解决股权分置问题的过程中将再度积累下估值的压力，则当新老划断与 IPO 再度恢复的预期产生时，估值压力的释放将有可能使市场再度面临调整。

同时，宏观经济以及三季度企业盈利的回落趋势将决定大盘中期上涨的空间，而这一决定性因素在目前很难找到明确的答案，需要继续观察此后一两个月数据。比较肯定的是，宏观经济及企业盈利的回落趋势最后势必将对市场构成压制，特别是随着市场对价预期的炒做深入进行之后。

1.2 长江电力（600900）2005 年第二次临时股东大会以 99.1796% 的赞成票通过股权分置改革方案，标志着沪深两市第一只大盘蓝筹股的股权分置改革告捷。我们预计在它复牌之后将产生填权走势，并对其他大型国有企业的股权分置改革及股价走势产生示范效应，带动和促进大盘的反弹。

分析：此前在长江电力复牌后，散户投资者选择“用脚投票”的不在少数，而当天，机构投资者都在接盘。QFII 原来只有 5000 万股，几天内增持到 1 亿股，保险资金增持 1.5 亿股，基金持股量已达到 12 亿股。

长江电力股权分置改革方案的通过，标志着沪深两市第一只大盘蓝筹股的股权分置

改革告捷。我们预计在它复牌之后将产生填权走势，并对其他大型国有企业的股权分置改革及股价走势产生示范效应，带动和促进大盘的反弹。

1.3 考虑平均 25% 的含权预期所导致的蓝筹公司市盈率水平下降对资金的吸引力增强，以及管理层着手资金层面的制度性建设，积极疏浚并拓宽了资金入市渠道等因素，我们认为不论对存量资金，还是增量资金的投资信心，都将起到鼓舞的作用，从而推动大盘拓展反弹空间。

分析：我们在在中期策略报告中，我们使用多阶段股利贴现模型来评价 A 股市场在全流通预期下的合理定价水平，主要关心的是在全流通预期下市场中蓝筹股的合理估值水平。通过测算，沪深 300 的合理市盈率为 12.41 倍。

目前，市场对于解决股权分置的对价以及实施进程的预期基本明朗。以 7 月 27 日收盘价计算，沪深 300 成份股的静态市盈率为 14.14 倍，考虑平均 25% 的含权预期，其市盈率将下降至 11.31 倍，这一估值水平无论是与其合理估值水平，还是国际成熟市场或者 H 股相比，都有所低估。因此，对场外资金的吸引力正日益增强。

在股权分置改革“开弓没有回头箭”的情况下，管理层着手资金层面的制度性建设，积极疏浚并拓宽资金入市渠道，目的是力保市场的稳定，为股权分置改革“保驾护航”。主要措施有：允许上市公司大股东回购股票、暂停 IPO 和再融资、允许基金公司自有资金购买基金和进行股票质押融资、推进商业银行发起设立基金公司试点、加大社保基金和保险资金入市力度、增加 60 亿美元的 QFII 额度、取消政府对国有企业投资股市的限制性规定、对创新试点类证券公司和股权分置改革中的保荐机构提供流动性支持、企业年金即将入市、证券投资者保护基金正在紧张筹建等等。这些措施的实施或者即将实施，对场外资金的入市将起到示范作用，同时对存量资金也将起到鼓舞信心的作用。

二、近期 A 股市场走势分析与展望

2.1. 本周（08.01-08.05）A 股市场走势分析

本周（08.01-08.05）大盘继续大幅反弹。场外资金陆续涌入，并展开对 G 股及含权股的大幅炒做，市场越过 1100 点并开始消化前期套牢盘压力。市场特征指数上，微利、高市盈率、低价、亏损的非蓝筹股板块在前期超跌后本周涨幅居前，高价、绩优、大盘、低市盈率的蓝筹股板块涨幅相对落后。行业指数上，煤炭、计算机硬件、建材、元器件、日用化工等前期超跌行业本周涨幅居前，通信、交通运输、金融、食品、商业涨幅相对落后。超跌的非蓝筹股强烈反弹而蓝筹股滞涨，显示在对 G 板块进行了相当程度的炒做之后，行情已经呈现出一定的投机特征。

2.2. A 股市场后市走势分析

延续中期策略报告的观点，沪深 300 指数在 900 点（上证指数 1100 点）附近的定价仍然偏高 10% 左右，但 A 股市场蓝筹公司在股权分置改革中的合理含权预期约为 20%，若能兑现将可以抵消定价偏高的风险并形成一定的上升动力。预计下半年沪深 300 指数将在平衡震荡中略微上升，核心波动区间为 800-1040 点。期间存在由试点对价与政策利好所支持的反弹机会，但宏观经济回落将压制反弹空间。而非蓝筹股的价值回归将使上证综指维持平衡震荡，核心波动区间约为 950-1250 点。

目前资金层面制度性建设的各项措施正在不断落实，市场对人民币还存在进一步升值潜力的预期，这些因素使得股市的资金供给发生了一定程度的有利变化，为市场炒做 G 股提供了较为宽松的市场环境。已经实施对价的股票除权之后开始填权，从而改变了前期投资者害怕贴权的心理预期，投资者开始对含权股展开抢权行动。这对第二批试点公司复牌后的走势将产生深远影响，从而对大盘的走势起到稳定的作用。

我们预计，8 月份第二批试点公司复牌后将有一部分质地较好、对价不错的公司股价产生填权的走势，从而带动大盘继续反弹，冲击 1150—1200 点阻力区域。同时，我们留意到一些 G 股的价格已经随着近期市场的大幅反弹而水涨船高，投资者对全流通下的供给压力开始逐渐产生麻痹心理。此后一段时期内对 G 股的定价还将处于不断探索的过程中，如果对 G 股的炒做脱离了其内在价值，市场在解决股权分置问题的过程中将再度积累下估值压力，则当新老划断与 IPO 再度恢复的预期产生时，估值压力的释放将有可能使市场再度面临调整。同时，宏观经济以及三季度企业盈利的回落趋势将决定大盘中期上涨的空间，而这一决定性因素在目前很难找到明确的答案，需要继续观察此后一两个月数据。比较肯定的是，宏观经济及企业盈利的回落趋势最后势必将对市场构成压制，特别是随着市场对对价预期的炒做深入进行之后。

三、投资策略与投资组合

3.1. 投资策略

在宏观经济增速放缓、周期性行业见顶回落、人民币升值小于市场预期的大背景下，从估值和对价以及资产重组三个角度去积极寻找股权分置改革和人民币升值受益的“赢者”，争取与其实现共赢。

我们建议投资者在投资策略上除继续持有或增持业绩稳定增长、估值合理的食品饮料、零售、中药、旅游等非周期性消费品及公路运输、机场、城市供水供气及交通等基础设施和公共服务类行业龙头公司之外，战略性配置受益于人民币升值的行业龙头公司，并把握波段操作所带来的超额收益。另外，密切关注市场能否掀起对周期性行业，尤其是其中资源类企业资产价值重估的浪潮。

从中长期看，人民币仍面临待进一步升值的压力，而在人民币升值过程中将对原材料或设备依赖外国采购为主，或拥有高流动性人民币资产的行业是长期利好；对有大额美元外债的行业将产生汇兑收益。因此，投资者可关注航空、房地产、金融、造纸、化纤等有望从人民币升值过程中受益的行业。在反弹过程中战略性减持外贸、纺织服装、家电、远洋航运、港口、集装箱、港口机械等出口导向型行业，防范出口增速回落及人民币升值预期带来的风险。

适当关注电力、电力设备、汽车、机械制造、家电、化工等有望从上游价格回落过程中受益的行业。石化、钢铁、煤炭、有色金属、建材、建筑施工、工程机械等周期性行业继续坚持波段操作的思路，既要密切关注市场能否掀起对周期性行业，尤其是其中资源类企业资产价值重估的浪潮，又要防范投资增速回落带来的行业周期见顶风险。

05年下半年，股权分置改革进程将全面推进，伴随改革的深入，个股的分化将越来越明显。估值合理、具有稳定增长能力、同时具有较高含权预期的公司估值水平将得到进一步提升，从而使其投资价值更加凸现。这些股权分置改革的“赢者”将成为投资者05年下半年最好的投资机会。我们建议投资者仍要遵循价值投资的理念，从估值、增长和对价三个角度去积极寻找股权分置改革的“赢者”，争取与其实现共赢。

3.2. 投资组合回顾与变动

上周市场继续大幅反弹，我们在8月份报告中已经料及，以防御为目的的本组合在超跌的周期性行业（石化、煤炭）及升值受惠行业（地产等）配置较少，将使得组合在反弹中收益有限，但从长远看积极防御思路仍应坚持。本周组合收益1.36%，超额收益-0.99%，但组合从年初至今的累计收益已经上升到10.03%。

预计本轮反弹仍有继续向纵深发展的空间，下周我们建议投资者仍可适当增持股票与转债比例至66.5%。建议小幅增持上海机场、大商股份、小商品城、国电南瑞。

图7 投资组合每周收益与累计收益

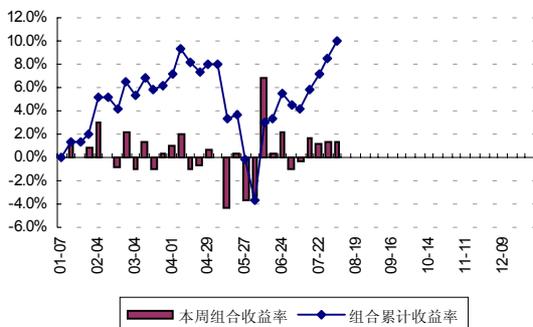
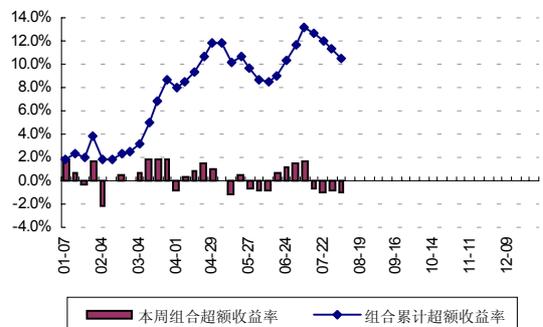


图8 投资组合每周超额收益与累计超额收益



资料来源：招商证券研发中心。

表 1 本周投资组合及操作建议

行业	配置比例	股票代码	股票名称	过去一周表现	股价(元)	每股收益 2004	每股收益 2005	每股收益 2006	上周配置比例	下周配置比例	仓位增减
电力	10.0%	600900	长江电力	0.00%	8.74	0.36	0.47	0.57	5.5%	5.5%	
		100795	国电转债	0.79%	112.88				3.0%	3.0%	
		100236	桂冠转债	-0.28%	103.68				1.5%	1.5%	
食品饮料	9.0%	600519	贵州茅台	6.26%	46.65	1.94	2.19	2.46	5.5%	5.5%	
		000858	五粮液	2.63%	8.21	0.31	0.37	0.42	3.5%	3.5%	
航空机场	7.5%	600009	上海机场	2.46%	17.49	0.69	0.85	0.98	7.0%	7.5%	0.5%
医药	6.0%	600535	天士力	2.92%	13.05	0.61	0.74	0.92	2.0%	2.0%	
		600085	同仁堂	1.88%	19.46	0.79	0.88	1.01	2.0%	2.0%	
		600521	华海药业	0.00%	15.97	0.66	0.88	1.07	1.5%	1.5%	
		600529	山东药玻	0.71%	5.65	0.42	0.58	0.67	0.5%	0.5%	
银行	5.5%	110036	招行转债	1.24%	112.38				5.5%	5.5%	
港口	4.5%	600018	上港集箱	0.00%	16.62	0.64	0.71	0.71	2.0%	2.0%	
		110317	营港转债	1.15%	108.99				2.0%	2.0%	
		000088	盐田港 A	6.41%	12.12	0.62	0.75	0.95	0.5%	0.5%	
房地产	4.0%	126002	万科转 2	2.96%	115.24				4.0%	4.0%	
钢铁	3.5%	600019	宝钢股份	0.00%	5.14	0.76	0.79	0.73	3.0%	3.0%	
		000898	鞍钢新轧	9.73%	4.40	0.54	0.92	0.82	0.5%	0.5%	
旅游	3.5%	000069	华侨城 A	7.41%	9.86	0.31	0.63	0.84	3.5%	3.5%	
软件	3.0%	600410	华胜天成	2.18%	17.37	0.87	0.91	1.24	3.0%	3.0%	
零售业	3.0%	600694	大商股份	0.85%	11.92	0.56	0.65	0.71	1.0%	1.5%	0.5%
		600415	小商品城	6.69%	27.90	0.83	1.25	1.66	1.0%	1.5%	0.5%
公路运输	2.5%	600033	福建高速	1.11%	9.10	0.40	0.49	0.57	2.5%	2.5%	
电力设备	1.5%	600406	国电南瑞	4.72%	12.43	0.40	0.55	0.69	0.5%	1.0%	0.5%
		600550	天威保变	0.00%	8.54	0.15	0.31	0.71	0.5%	0.5%	
纺织服装	1.0%	000726	鲁泰 A	4.96%	7.83	0.66	0.78	0.93	1.0%	1.0%	
有色金属	1.0%	600549	厦门钨业	2.39%	10.71	0.46	0.75	0.89	1.0%	1.0%	
建材	1.0%	000012	南玻 A	5.51%	4.02	0.33	0.37	0.43	1.0%	1.0%	
股票与转债资产比例									64.5%	66.5%	2.0%
债券资产比例									35.5%	33.5%	
本周股票与转债资产收益率									1.45%		
本周债券资产收益率									-0.09%		
本周组合收益率									1.36%		
组合累计收益率									10.03%		
本周基准组合收益率									2.35%		
基准组合累计收益率									-0.42%		
本周组合超额收益率									-0.99%		
组合累计超额收益率									10.45%		

说明:

- 1、上表所列股票均来自于招商证券股票池之中;
- 2、根据股票池股票所覆盖的行业结合市场走势及行业的转化,对股票进行动态调整,具体数量不固定。

3、投资组合的收益率按如下公式计算：

本周组合收益率=∑ 每只股票周收益率×每只股票本周权重+本周债券权重×上证国债指数本周收益率；

组合累计收益率=(1+第一周组合收益率)×(1+第二周组合收益率)×…×(1+第 n 周组合收益率)-1；

本周基准组合收益率=上证 50 指数×80%+上证国债指数×20%；

基准组合累计收益率=(1+第一周基准组合收益率)×(1+第二周组合基准收益率)×…×(1+第 n 周基准组合收益率)-1；

本周组合超额收益率=本周组合收益率-本周基准组合收益率；

组合累计超额收益率=组合累计收益率-基准组合累计收益率。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。