

“危” “机” 并存格局下谨慎参与后续股改行情

2005年9月A股市场投资策略报告

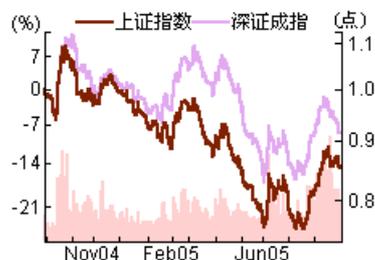
赵建兴 86-0755-82943202
 zhaojx@ccs.com.cn
 黄顺祥 86-0755-82960074
 huangsx@ccs.com.cn
 鲁信文 86-0755-82943566
 luxw@ccs.com.cn

主要观点

- 从近期市场演变格局看，由于蓝筹股在之前的对价行情中已经提前反映了部分对价预期，此后受经济基本面拖累而提前回调；但总体而言对价因素体现尚未充分，后市仍有继续表现的机会。而非蓝筹股关于对价与重组预期的炒做已接近尾声，估值压力已经重新积累，预计后市将发生自我强化式的调整。
- 总体而言，9月份股市基本面“危”“机”并存。经济开始减速但仍未超出预期，油价连创新高增加了投资者对未来经济增长的忧虑，但对经济的实际伤害仍有待观察。企业盈利增速下滑的态势已经开始体现，同时盈利向上游高度集中，上市公司整体盈利状况及前景并不乐观，我们预计增速下降趋势仍将维持，不过幅度可能会略好于预期。政策的支持力度仍将维持强势，上市公司股改方案的陆续公布将继续吸引场外短线资金入场。蓝筹股群体估值仍具有较强吸引力，在对价因素支持下存在10%的潜在上升空间。
- 随着股改进入全面推进阶段，对价行情在9月份仍将延续。预计蓝筹股的对价行情将梯次展开，行情有望进入平稳发展阶段，更多表现出震荡分化的特征。但受宏观经济和企业盈利增速回落、高油价威胁、扩容预期上升、非蓝筹股调整等因素制约，后续行情的高度将比较有限，预计在1250点附近。同时，我们建议投资者从9月下旬开始更多警惕基本面的不利影响，并对四季度的行情持谨慎态度。
- 我们认为在宏观经济与企业盈利前景趋淡的背景下，以“消费和服务”为主题的行业能够分享中国经济长期持续增长的成果，且基本上不受成本挤压与下游激烈竞争的影响，建议投资者继续持有或增持食品饮料、商业零售、中药、旅游等非周期性消费品，公路运输、机场、城市供水供气及交通等基础设施与公共服务类，银行，以软件、传媒为代表的少数信息技术行业的龙头公司。适当关注“新能源”概念与“军工”概念板块但应注意优选公司。同时，防范上游周期性基础原材料行业景气回落风险与下游制造业过度竞争造成的不利影响，区别对待人民币升值受益行业，战略性减持出口导向型行业。
- 8月份组合绝对收益2.30%，超额收益为-0.55%。组合从年初运行至今，累计绝对收益与超额收益双双达到11%。建议9月份继续将持仓结构的重心向防御型品种倾斜，月末计划将总体仓位下降到55%左右。

上证指数：1162.80

市场走势



市场走势

	9.31 收盘	本月涨跌
上证指数	1162.80	7.36
上证A股	1222.16	7.33
上证B指	65.05	10.84
上证180	2207.72	5.30
上证50	816.76	3.57
深圳成指	2950.43	2.18
成份A指	3078.91	3.25
成份B指	1727.29	-2.13
深证100	907.74	4.97
深圳综指	278.98	9.64

行业涨跌榜

	换手率	本月涨跌
化纤	47.74	17.22
软件及系统集成	76.41	16.77
原油开采	52.98	15.3
工程机械	57.34	15.25
电子元件	64.86	14.73
电力	42.28	0.48
钢铁	34.9	-2.2
通信服务	29.97	-3.41
机场	15.5	-3.48
港口	23.47	-9.18

相关研究

与赢者共赢——全流通变局下的A股市场投资策略 07/01/2005
 2005年8月份投资策略报告 08/01/2005

一、蓝筹股的对价行情仍未结束

对价行情进入8月份之后，市场格局发生了很大改变，大量非蓝筹股的热炒取代了市场对蓝筹股的关注。虽然我们自8月中旬之后即提醒投资者不可继续参与非蓝筹股炒做，重新关注价值型品种，但市场演变并未如我们所料。以上海本地股为代表，非蓝筹股在对价与重组双重支持下的炒做此起彼伏，ST板块连续数周占据风格类指数涨幅排行第一的位置，ST丰华、轮胎橡胶的持续上涨更为这一群体树立了典型。反观核心资产，除中国石化、贵州茅台、银行、旅游、商业零售、软件等少数行业与公司保持了强势外，8月中旬以后相当大比例的蓝筹股表现差强人意，其中钢铁、煤炭、石化、有色等行业景气发生不利变动，航空、汽车等行业受制于高油价，港口、航运、纺织、外贸等出口导向型行业在反弹之后再度走弱，就连一直为机构投资者重点持有的机场、公路、食品饮料、医药等防御型品种也渐现颓势。价值投资理念与积极防御策略是否已经失效？在对价行情暂告一段落之时，我们认为有必要梳理此轮行情的演变，进而判断下一阶段的市场格局演变。

1、蓝筹股提前反映了部分对价预期，受经济基本面拖累而提前回调

在第一次探底1000点时，由于投资者无法树立合理对价幅度的预期，蓝筹股基本上可以认为达到了全流通预期下的合理估值。依据我们中期报告测算的结果，不考虑对价因素，蓝筹股在1100点时的价值高估程度大约在10%左右，或者说第一次探底1000点时，蓝筹股基本上达到了不含对价因素的全流通合理估值。以长电与宝钢为例，在5月份的调整中分别经历了配售与增发部分股票的上市，在当时的市场环境中几乎等同于一次全流通冲击，因此长电复息后7.5元（对价除权后约7.0元）、宝钢复息后4.3元的价格可以认为接近其全流通预期下的合理估值。之后的试点传闻也刺激了试点公司的股价，累积涨幅大致相当于对价幅度（长电与宝钢自5月份低点以来的涨幅都约在20%左右），可以说停牌前试点公司的股价已经基本上包含了对价预期。

在6月初的反弹中，宝钢与长电对价方案逐渐明朗，蓝筹股群体因此逐渐树立了理性的对价预期。我们注意到在7月初大盘第二次下探1000点时，蓝筹股受对价预期普遍表现强势，下跌主要由非蓝筹股引起。之后以1200点为目标位的对价行情中，行情上半阶段（1000-1100）主要核心资产继续反映对价预期，表现尚可。但进入8月之后，以贵州茅台、上海机场、福建高速为代表的蓝筹股普遍已经较第一次1000点反弹了20%以上，当含H、B股的A股公司的对价预期明朗后，蓝筹股群体的股价中已经在相当程度上提前反映了对价预期。虽然受机构投资者稳健谨慎风格制约，蓝筹股对价预期的反映可能并不充分（详见下文分析），继续深入炒做对价也并不现实，因而在对价行情后半阶段（1100-1200）相对弱势。

8月中旬后，宏观基本面的不利因素逐渐呈现。外生因素上，油价迭创新高，8月

底触及 70 美元，投资者担忧高油价将威胁中国经济增长；出口增速回落态势开始显现，而人民币升值的不利影响还将继续体现。内生因素上，工业增加值增速连续数月下降，7 月份更出现了环比明显下滑的态势；近期钢铁、煤炭行业陆续受到产品价格下降利空的冲击；央行与建设部官员的表态表明针对房地产行业的调控仍将持续，显示宏观经济缓步回落的趋势日益明显，内在的运行规律正在，并将继续发挥作用。

对宏观经济与企业盈利前景的担忧压制了蓝筹股群体的走势。近期 H 股市场的走势体现了这些因素的影响，事实上油价的上升使全球股市都心存忧虑。而受对价支持 A 股表现相对稳定，含 B、H 股公司的对价挖掘使得 A-H 股溢价已经回升到 27% 左右，意味着此类 A 股价格中已经包含了比较充分的对价预期。虽然平均而言蓝筹股群体与香港市场的定价差距并不大，总体上也难以继续向上拓展空间。

最后，长电与宝钢复牌后的高定价及疲弱走势也抑制了蓝筹股的炒做。如果将其在 1000 点附近的价格视为全流通定价，两只股票复牌后的价格仍较之大约上涨了 5-10%。这显然也与近期市场上涨后投资者对全流通定价的预期水涨船高有关。市场普遍将之视为全流通定价标杆，则其复牌后的走势也对蓝筹股构成压制。

2、非蓝筹股关于对价与重组预期的炒做已接近尾声，估值压力重新积累

即使经历了两次下探 1000 点的恐慌并引发估值压力大幅释放，非蓝筹股仍可能还未走完价值回归之路。但对价行情延缓了这一进程，《股改指导意见》要求结合股改进行重组的提法更大大刺激了这一板块的想象空间。对价行情进入后半阶段后，市场延续了一条自我强化的途径炒做非蓝筹股的对价：股价因对价预期而上涨——全流通定价预期水涨船高——炒做 G 股使其复牌后价格较自然除权价格大幅上涨——全流通定价预期再次上升——市场继续在高定价基础上炒做对价。这一模式集中表现为超跌非蓝筹股脱离基本面而一味追求高对价的大幅炒做，其中又以上海本地股最为典型。

我们坚持近期《市场动态分析》中的观点。这波炒做只是非蓝筹股在股改完成后大扩容浪潮即将到来之前的一次回光返照。A 股投资者大都尚未形成这些公司在全流通环境下的合理定价预期，这为深跌后的反弹创造了条件。而事实上对价行情发动之前有相当多数非蓝筹股仍处于定价偏高的状态，近期的反弹使这种定价偏高的问题更为严重。即使考虑这些公司对价幅度可能较高，目前股价的高估程度也难以通过对价完全弥补。

而通过重组使这些公司重演“乌鸡变凤凰”故事的难度与成本也将相当之高。我们以一简单案例说明这种重组的可行性。假定有一家资产质量一般的上市公司，净资产 1 亿，在产权市场上可以用 0.8 倍 PB 的价格出售；流通股与非流通股的比例为 30:70。一投资者拥有一块净资产 1 亿的优质资产，在产权市场上可以用 1.2 倍的价格出售，若公开上市获得流通权，资产定价可能因此增加，假定 PB 可上升到 1.5 倍。现该投资者以净资产价格收购该上市公司 70% 的股权，并提出以资产置换作为股改的条件（不再另外支付对价）并实现全流通。我们来计算该投资者是否能从此项交易中获益。

该投资者原有资产价值 1.2 亿。收购股权成本 7000 万，置换出的资产价值 8000 万，重组后 70% 的股权价值 1.05 亿元，全部交易完成后该投资者全部资产价值为 1.15 亿元 $(-7000+8000+15000*70\%)$ ，甚至小于原有资产的价值。与流通股东可从中获益 50% 以上不同，对于重组方而言，股权摊薄的损失可能超过公开上市获得的资产增值效应，此项交易对于重组方实际上无利可图。除非其参与二级市场投资，或者进行帐面价值不相等的资产置换（例如计提坏帐降低原有资产的帐面价值、虚增优质资产的帐面价值等）。由此可以理解为何大多数成功的重组到最后并不成功：新进大股东未能从重组中获益，往往转而侵占上市公司利益。当然，如果在原有资产能够以更高价格出售（例如由原大股东回购），或者置换进来的资产能获得更高的定价的情况下，交易的可行性将因此增加。我们相信非蓝筹股群体中存在少数符合以下条件的公司最终有望实现重组：盈利状况一般但具备改善空间、资产负债状况尚属良好且发生财务困境可能性较小、非流通股比例较大、重组受到地方政府的支持等；但更多的公司前景难以乐观。

因此，就非蓝筹股炒做的两个主要题材而言，对价与重组前景均不足以支持目前的高股价。我们认为投资者务必要对非蓝筹股的对价与重组前景保持足够清醒的认识，正确评价这些公司在 G 时代可能的定价与命运。目前这些非蓝筹股的估值压力已经积累到相当大的程度，炒做的结束只是时间问题。

3、股改全面推进阶段蓝筹股仍有一定表现机会

上文分析表明，受机构投资者稳健谨慎风格的影响，蓝筹股的对价预期已经在股价中得到部分的体现，但尚未充分，下文的统计表明蓝筹股仍存在 10% 左右的潜在上升空间。以鞍钢新轧为例，目前 A-H 股价差约为 15%，而预期 A 股对价幅度在 25% 左右，仍有 10% 的潜在上升空间。《指引意见》等文件的出台意味着股改即将进入全面推进阶段，大市值蓝筹公司的股改有望首先得到解决。因此，虽然蓝筹股近期受基本面因素影响而普遍进入调整，进入全面推进阶段后蓝筹股仍有继续表现的机会。预计随着股改的逐批进行，围绕蓝筹股的对价行情也将梯次展开。兼具价值和防御特征的蓝筹股在对价支持下应仍能稳步上升。

非蓝筹股近期的炒做只是在股改完成后大扩容浪潮即将到来之前的一次回光返照。可以预见，当股改进行到一定阶段后，围绕 G 股的 IPO 与再融资的老划断将随之推出，例如投资者已经开始预期中小企业板将争取尽快完成股改以恢复新股发行上市；更不用说当股权分置改革完成后，A 股市场必然进入大扩容时期。面临扩容压力冲击，预计大量非蓝筹股将随着股改全面推进阶段到来而发生自我强化式的调整，从而构成后期市场调整的主要动力。

二、基本面分析：8月回顾及9月展望

1、宏观经济：步入减速阶段，油价连创新高增加投资者对未来经济增长的忧虑

宏观经济开始进入减速阶段。05年上半年，在净出口的强力拉动下，中国经济出现了一定的反弹走势。但8月中旬公布的最新经济数据显示，宏观经济已逐渐结束年初以来的反弹开始进入减速阶段。

首先，工业生产增速出现明显下滑。7月工业增加值同比增长16.1%，比6月的16.8%有较大的下降。从月度环比增速来看，7月已经是5月以来连续第3个月出现增速的下降，而且幅度相当大。考虑我们一直强调的出口和投资增速放缓及其对经济拉动力量的减弱，可以认为工业生产增速已经从年初的短期反弹中走出，正在形成一个增速下滑的态势。

其次，投资增速保持缓慢减速态势。7月份投资同比增长27.6%，比6月份下降1.2个百分点。从趋势上看表现出稳定减速的态势。在信贷偏紧、企业盈利增速下滑和房地产投资增速逐步放缓等因素影响下，未来几个月内投资将继续保持缓慢减速态势。

第三，出口增速放缓迹象初显。7月份我国出口655.8亿美元，同比增长28.7%，与上半年32.7%的出口增速相比，增速放缓迹象开始出现。这也符合我们在中期策略报告中的判断。对于下半年的出形势，我们依然坚持认为：在国际经济增速放缓、贸易摩擦升温、出口退税政策调整及人民币升值等因素影响下，出口增速将明显回落，预计下半年出口增速将回落至25%左右。

从上述数据看，经济增长的两大动力投资和出口增速均出现放缓迹象，经济需求面的回落在工业生产上体现得更加明显。显然，宏观经济已逐渐结束年初以来反弹开始进入减速阶段。

近期油价迭创新高，进一步增加了投资者对未来经济增长的忧虑。高油价将加大国内通胀压力；同时，作为众多产业的上游原材料，油价上涨无疑将加大物流、交通运输、石油化工等诸多中下游行业的成本压力，使得其利润空间受到挤压；高油价还将影响人们对汽车等终端产品的消费。因此，如果油价继续上涨或长期维持在60美元/桶以上的高位，必将对全球经济及中国经济产生较大负面影响。但目前普遍观点认为，本轮油价上涨的主要因素并非由供需不平衡导致，更大的原因在于国际对冲基金利用各种地缘政治或自然危害等因素对油价进行疯狂投机炒作，因此，油价是否能长期脱离供需基本面处于虚高位置，值得怀疑。总体而言，高油价能否持续、对中国经济的冲击程度都有待进一步观察，但投资者必须对此保持高度警惕，密切关注油价下一步走势。

不过，投资者对宏观经济的减速早有预期，而因为价格传导机制等原因高油价目前尚未达到不可忍受的地步，短期内这些因素不至于对市场形成太多冲击。当前投资者更

关注的是，未来经济减速的幅度是否会超出预期？我们认为，**中国经济的减速将较为温和，不大可能出现大幅度的下滑**。主要原因在于：

一是投资和出口增速不会出现大幅回落。考虑到 M2 仍保持良好增长、人民币汇率升值后政府下半年可能会加大对内需的支持力度；同时，政府在继续加强房地产调控时也明确表示将支持“健康”房地产的发展，因此房地产投资增速不大可能出现大幅度回落，这些因素使得全年的固定资产投资情况很可能会好于此之前大多数人的预期。预计 05 年全年固定资产投资同比增速能保持在 25% 左右。从出口增速看，尽管人民币有所升值，但仍处于明显低估状态，对出口仍有刺激作用，因此出口增速虽会放缓，但保持 20% 以上的增速显然问题不大。

二是消费对经济的拉动作用将逐步上升。在投资和出口对经济拉动作用减弱的大背景下，下半年政府将采取减税、调整财政支出结构、发展消费信贷等手段加大对消费的支持力度，消费对经济的拉动作用将逐步上升。

三是政府对宏观调控政策的把握较以前有了很大的进步，针对经济的回落态势政府将通过适当放松货币信贷、加大对内需刺激等手段来熨平经济周期的波动，因此经济大起大落的可能性大大降低。

图 1 季调与未季调的贸易顺差

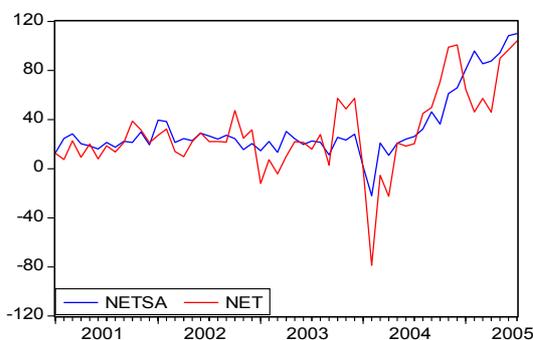


图 2 进出口同比增长率

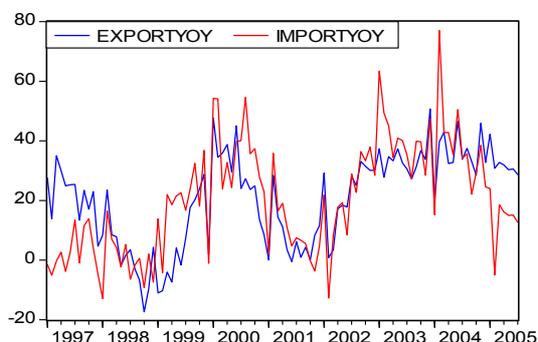


图 3 固定资产投资当月和累计同比增速

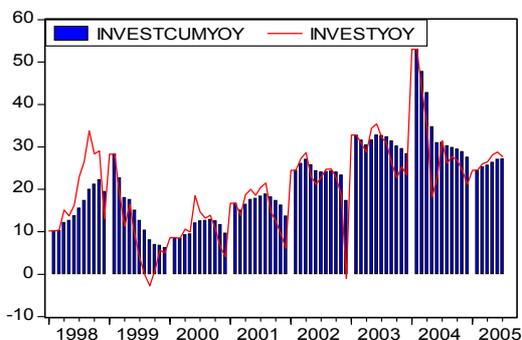


图 4 CPI 同比和环比增长率

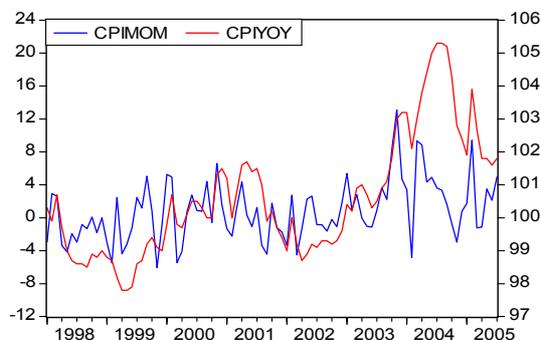


图 5 社会消费品零售总额同比增速

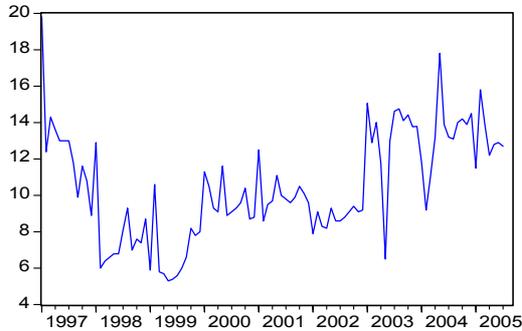


图 6 工业增加值环比增速

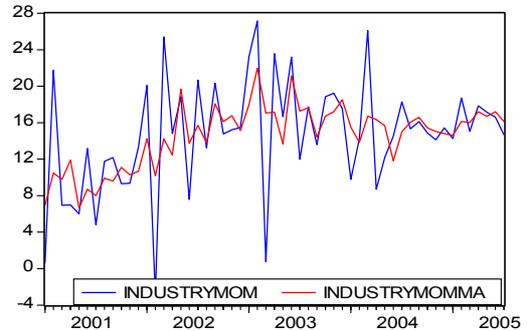


图 7 M2 同比和环比增长率

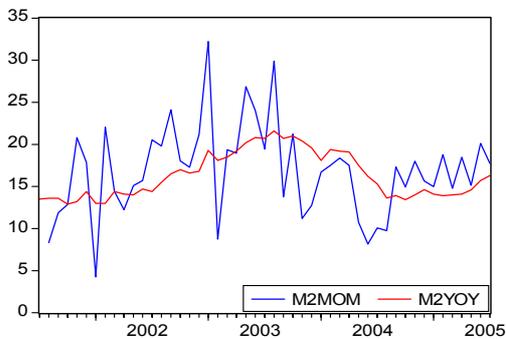
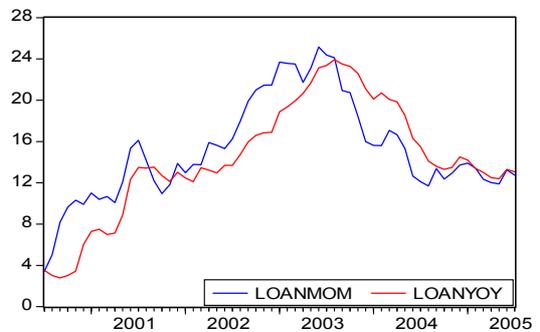


图 8 人民币贷款同比和环比增长率



资料来源：中国经济统计数据库、国家统计局、海关总署、招商证券研发中心

2、企业盈利：增速回落的趋势仍将继续，但回落幅度可能会略好于预期

上半年宏观经济虽未出现明显减速，企业盈利增速下滑的态势已经开始体现，同时盈利向上游高度集中，上市公司整体盈利状况及前景并不乐观。我们认为企业盈利增速回落的趋势仍将继续，但回落幅度可能会略好于预期。

年初以来企业盈利增速下滑态势就很明显，但 6、7 月份企业盈利增速出现一定反弹。1-6 月工业企业实现利润 6266 亿元，同比增长 19.1%，增幅比去年同期回落 22.5 个百分点，但比前 5 个月提高 3.3 个百分点；而 1-7 月工业企业实现利润 7437 亿元，同比增长 20.6%，比 1-6 月又提高了 1.5 个百分点。我们初步估算的 6、7 月份工业企业盈利同比增速分别为 37.9%和 32.3%，相比前 5 个月出现明显反弹。通过对工业企业利润增长的行业结构分析，我们发现 6、7 月份企业利润增速反弹的主要原因来自两方面：一是黑色金属、有色金属、非金属采矿，有色金属冶压等上游资源类行业利润仍保持较快增长；二是纺织、非金属矿产品、运输设备、电机设备、电气水等几个行业扭转了此前利润增速较慢的状况。进一步分析我们发现，在影响 6、7 月份工业企业利润增

速反弹的各行业中，只有运输设备、电机设备、电气水等几个行业利润增长具有持续性，但这些行业利润在整个工业企业总利润中的占比只有约 15%；而以黑色金属、有色金属、非金属采矿、有色金属冶压、非金属矿产品等行业为代表的上游资源类行业和纺织行业的利润增速反弹都不具可持续性。因此，企业盈利增速回落的趋势不会发生改变。

更值得关注的是，近两个月企业亏损额显著上升，1-6 月亏损企业亏损额 1075 亿元，同比上升 59.3%，比一季度提高 22.8 个百分点，为 1999 年以来最高水平；1-7 月亏损企业亏损额同比增长也在 55.5% 的高位。显然，在经济增速回落带来的需求放缓和产能不断扩张的双重影响下，大部分行业的盈利能力都受到了较大冲击，而高油价很可能将进一步吞噬大部分中下游企业的盈利。因此企业盈利增速回落的态势仍将继续，不过随着上游基础原材料价格的高位回落，部分企业利润将由上游行业逐步向中下游行业转移，即使考虑下游行业竞争激烈的因素，整个工业企业利润增速下滑情况仍可能会略好于预期。预计 05 年工业企业盈利增速可维持在 15-17% 的水平。

体现在上市公司盈利水平上，上半年经济虽未明显减速，中期业绩已经出现不利变动。据统计，截至 8 月 31 日，沪深两市共有 1386 家上市公司披露 2005 年半年报，总计实现净利润 1032.78 亿元，同比增长 4.17%；加权平均每股收益为 0.138 元，与去年同期的 0.141 元相比，下滑 2.13%；加权平均净资产收益率为 5.17%，同比下降 0.21 个百分点。更为严重的是，利润分布高度集中，分化现象极其严重：中国石化一家净利润占全部上市公司利润总额高达 17.47%，前 10 家利润总额占比高达 40.55%，而前 300 家利润总额占比接近 100%。并且，利润继续向石化、钢铁、煤炭、有色等上游原材料行业以及银行、电力、航运、通信等具有垄断特征的行业集中，使其他行业利润受到严重的侵蚀和挤压。统计表明，共 534 家公司中期业绩出现负增长，128 家公司业绩由盈转亏，87 家公司续亏，共计 749 家，超过 54%。同时，在 8 月 24 日之前 259 家公司发布的业绩预告中，其中 27% 的公司预计业绩大幅增长，相反却有 38% 的公司预计出现亏损，有 15% 的公司预计净利润下降，显示三季度业绩同样不容乐观。

表 1 2005 年中期业绩概览及净利润排行

代码	名称	税后利润(元)	税后利润(元)	同比增长	占比
600028	中国石化	18044000000	15039000000	19.98%	17.47%
600019	G 宝 钢	7145272727	4793532251	49.06%	6.92%
600005	武钢股份	3145966595	704873513	346.32%	3.05%
000866	扬子石化	2332018900	1715782545	35.92%	2.26%
600036	招商银行	2134818000	1688933000	26.40%	2.07%
600808	马钢股份	2103309551	2300026729	-8.55%	2.04%
000039	中集集团	2051015085	933969219	119.60%	1.99%
600188	兖州煤业	1656623093	1058268140	56.54%	1.60%
600688	上海石化	1650520000	1531200000	7.79%	1.60%
600011	华能国际	1620288149	2530964525	-35.98%	1.57%

600011	华能国际	1620288149	2530964525	-35.98%	1.57%
600026	中海发展	1607556624	895727501	79.47%	1.56%
600900	G 长 电	1414329974	1399573311	1.05%	1.37%
600050	中国联通	1383568099	1566378014	-11.67%	1.34%
600016	民生银行	1268009000	1092794000	16.03%	1.23%
600002	齐鲁石化	1251598000	805629000	55.36%	1.21%
000898	鞍钢新轧	1222200000	695985000	75.61%	1.18%
600000	浦发银行	1102863557	873445669	26.27%	1.07%
600362	江西铜业	982566789	626417651	56.85%	0.95%
000002	万 科 A	795052559	314749490	152.60%	0.77%
600001	邯郸钢铁	765815147	463569258	65.20%	0.74%
	前 10 名合计	41883832100	32296549922	29.69%	40.55%
	前 20 名合计	53677391849	41030818816	30.82%	51.97%
	前 50 名合计	68905401047	54791400477	25.76%	66.72%
	前 100 名合计	82742744237	66810677803	23.85%	80.12%
	前 300 名合计	101344554673	84046147244	20.58%	98.13%
	全部上市公司合计	103278435311	99144125286	4.17%	100.00%

资料来源：天相，招商证券研发中心。

3、政策：继续为股改全面推进创造良好氛围，但扩容压力将影响投资者心态

五部委联合下发《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和证监会股改管理办法 55 条亮相，标志着股改将在 9 月份进入全面推进阶段。一方面，相关文件的发布使得由股改引发的诸多不确定因素得到了基本的廓清，有利于市场预期的稳定；另一方面，股改的全面推进需要良好的市场氛围进行配合，因此管理层在政策支持方面仍将保持强势。预计 9 月份，证监会、国资委等相关部委将围绕全面股改继续出台支持性政策措施，而上市公司股改方案的陆续公布将再度触发市场热点，吸引场外短线资金入场；同时，随着央行对券商的流动性支持、汇金公司对券商的注资以及工银瑞信、交银施罗德等银行系基金的成立，市场资金面有望得到一定支持。

但随着股改的全面推进，来自扩容的压力将逐步增加。五部委联合下发的《指导意见》明确提出，“根据股权分置改革进程和市场整体情况，择机实行‘新老划断’……完成股权分置改革的上市公司优先安排再融资”；而两个月前，证监会主席尚福林关于“新老划断”的表述是，“何时实行新老划断，需要根据改革的进程进行论证”，从“论证”到“择机”，我们可以看出管理层对“新老划断”的态度正随着股改进程的推进而发生变化。另据了解，目前已有 16 家公司再融资方案获发审委通过，而去年已有 40 家左右的拟 IPO 企业通过发审会审核而没有发行上市。尽管 9 月份恢复新股发行的可能性尚不大，但 G 股恢复再融资的可能性却存在。同时，市场盛传中小企业板将争取在 10 月份全部完成股权分置改革，以便尽快实行新老划断以及新股发行上市。一旦 IPO 与再融资恢复，市场对扩容的忧虑将再次上升。

4、估值水平：考虑对价因素后蓝筹股估值水平仍有较强吸引力

A股市场平均市盈率在下将到历史低点后，8月份受对价因素支持略有反弹，按滚动盈利计算全部公司为20.15倍，剔除亏损股后为15.06倍。与国际市场相比，A股市场成分指数的定价水平已经相当接近，即使与新兴市场比也差距不大。

含B、H股的A股公司8月份受到投资者关注，使A-B股溢价、A-H股溢价大幅上升。A-H股溢价从10%的低点反弹至27.63%，显示含B、H股的A股公司股价中已经充分地体现了含权预期。但从更大范围考察A股蓝筹公司的估值水平平均而言仍具有较强吸引力，这可能与机构投资者的稳健风格有关。与香港市场相比，同类公司定价水平偏高程度仅在10%左右，相当多行业的平均预测市盈率大幅低于国际市场同行业水平。考虑20-25%的对价水平后，蓝筹股仍存在10%左右的潜在上升空间。

图9 世界主要指数市盈率、市净率比较

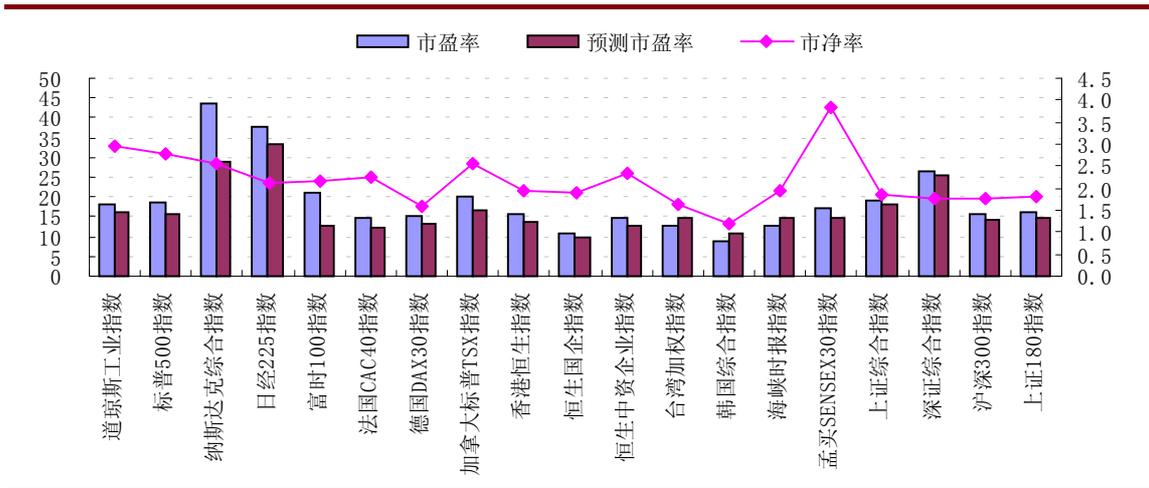


图9 1996年以来A股市场平均市盈率水平

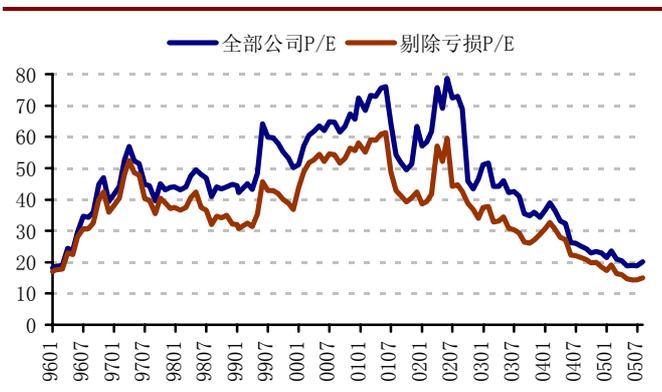


图10 近两年A股市场平均市盈率水平

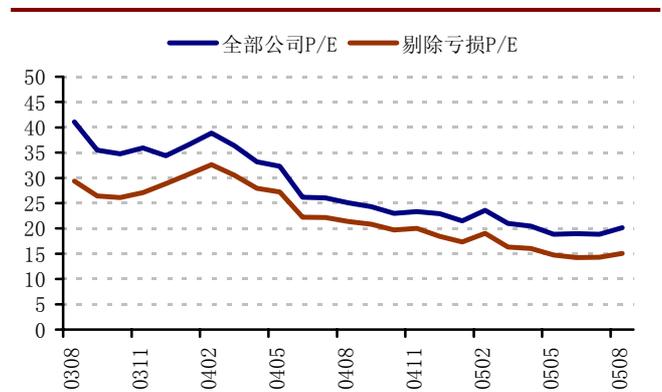


图 8 A-B 股近一年平均历史溢价

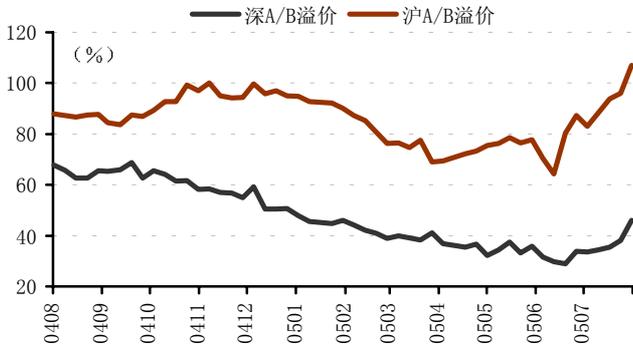


图 9 A-H 股近一年平均历史溢价



图 9 A 股市场蓝筹公司的国际比较

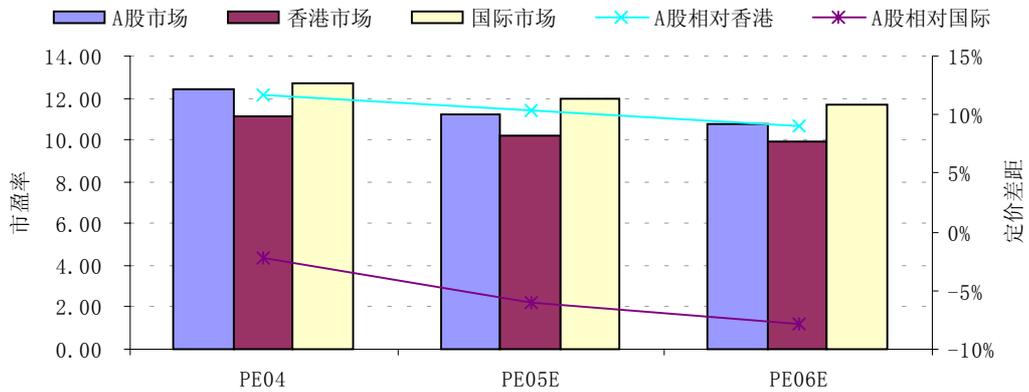


图 11 A 股市场相对于香港市场的行业定价差距

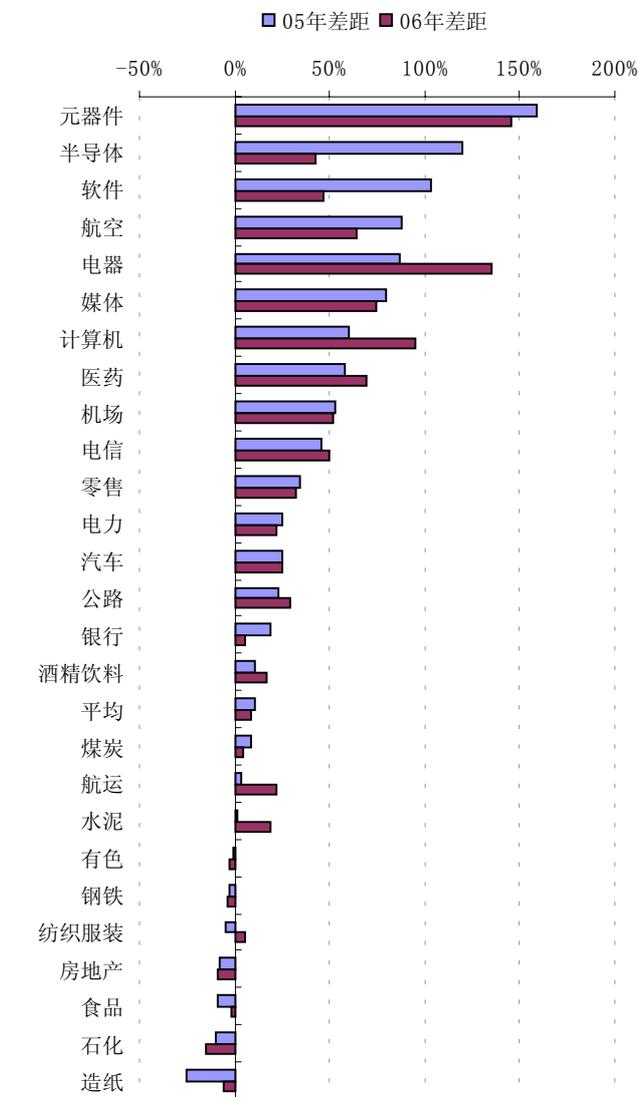
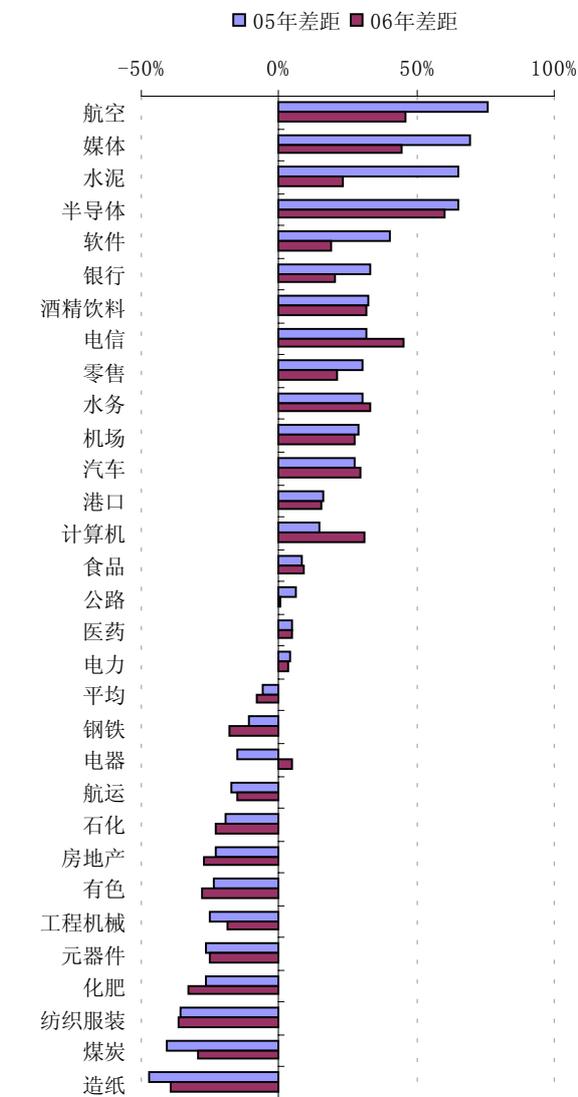


图 12 A 股市场相对于国际市场的行业定价差距



资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心整理。

三、A 股市场走势：8 月回顾及 9 月展望

1、8 月 A 股市场走势回顾

我们在中期策略报告中判断：蓝筹公司的对价预期足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。

这些判断通过 7、8 月市场走势逐步得到验证：对价预期支持上证指数产生了一轮 1000-1200 点的中级行情，宏观经济的回落趋势压制了市场的反弹空间。蓝筹股的对价行情仍有望支持沪深 300 指数稳步上升，但有待进一步验证。非蓝筹股的价值回归虽在 7 月份进行，8 月份之后则在对价与重组预期下强劲上扬，小盘、绩差、低价、高市盈率的非蓝筹股群体表现远强于大盘、绩优、高价、低市盈率的蓝筹股群体，这点出乎我们意料，但预计后市这些品种即将发生剧烈的价值回归。行业表现与资金流入上值得关注的是软件及系统集成行业及银行的强势以及交通运输的基础设施行业的弱势，后者走向仍有待进一步观察。

图 13 近两月上证指数与深圳综指相对走势



图 14 基金相关板块 05 年 1 月以来相对走势

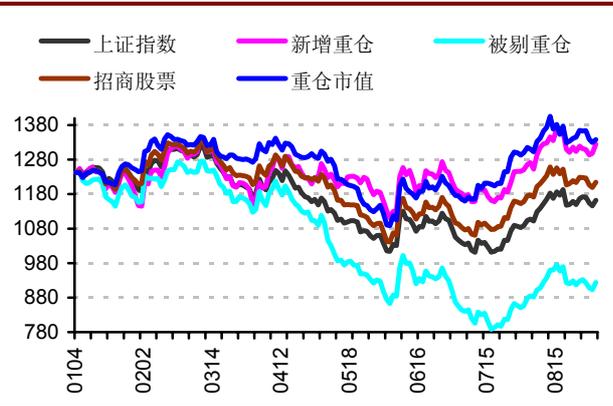


图 15 本月涨跌幅前 10 后 5 名与换手率

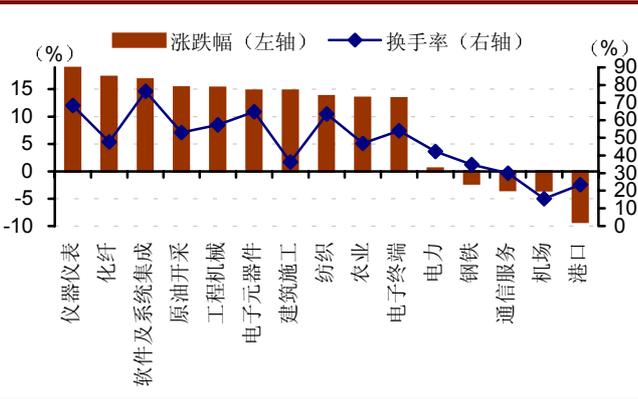


图 16 本月资金流入前 10 后 5 名与流动性

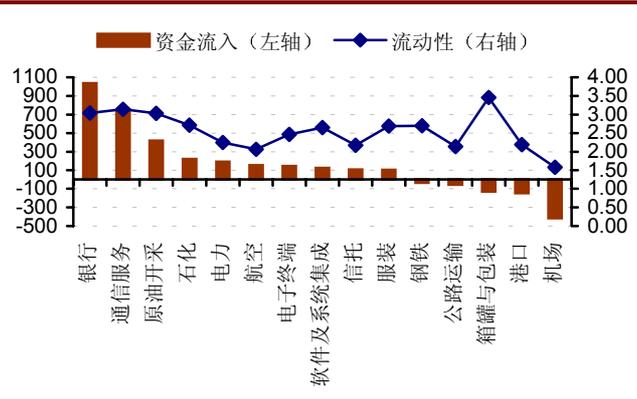


图 17 主要特征板块市场表现

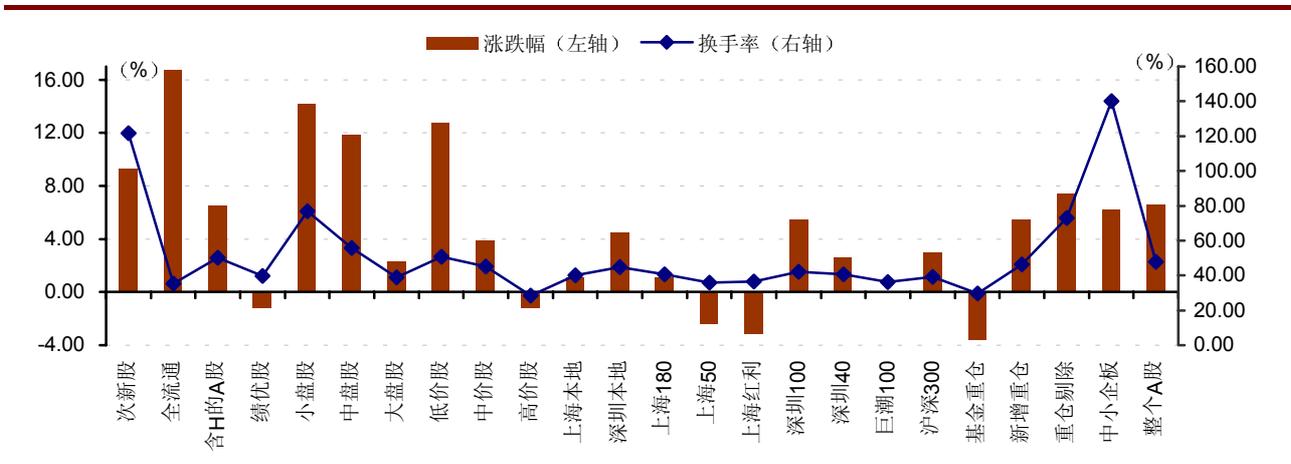
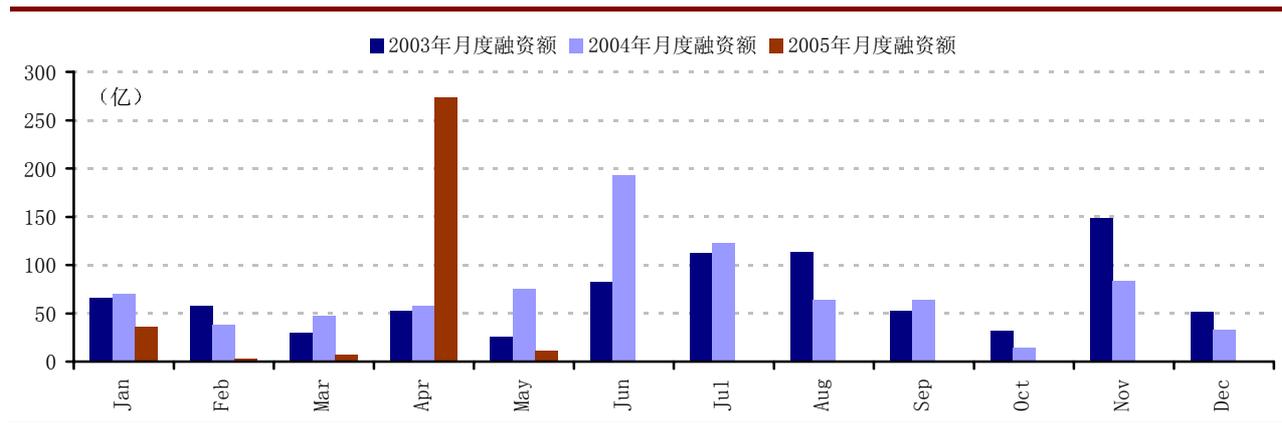


图 11 近两年月度权益融资额对比



2、9月A股市场走势展望

影响 9 月 A 股市场走势的两个关键因素，分别是经济与企业盈利状况的变动趋势以及股改全面推进形成的对价支持。预计两者都可能在一特定阶段取得优势，从而引发市场阶段性波动，而政策则可能成为引发两者力量强弱对比转换的关键。

总体看，9 月中上旬股市基本面“危”“机”并存。经济开始减速仍未超出预期，而高油价对经济的伤害仍有待观察；企业盈利增速尽管维持下降趋势但幅度可能会好于预期；政策的支持力度仍将维持强势，上市公司股改方案的陆续公布将继续吸引场外短线资金入场；而蓝筹股群体估值仍具有较强吸引力，在对价因素支持下存在 10% 的潜在上升空间。只要没有出现油价继续大幅上扬等意外情况，股改引发的对价行情在 9 月份仍将延续。预计市场将呈现一个平衡震荡、稳步上升的格局，更多表现出震荡分化的特

征。随着股改进入全面推进阶段，蓝筹股的对价行情将梯次展开，兼具价值和防御特征的蓝筹股应仍能稳步上升。

但宏观经济和企业盈利增速放缓趋势未变，高油价对中国经济增长的阴影挥之不去；随着股改全面推进，G股再融资及新老划断所带来的扩容压力将逐步上升；前期严重透支股改对价因素的非蓝筹股也存在较大的价值回归压力，随时可能发生大幅度的调整；“国庆”长假因素也将造成部分短线资金撤离。这些因素都对9月份行情发展形成压制，我们仍预期对价行情后续阶段反弹高度在1250点一带。

我们认为股改行情结束的条件主要有两个：一是股改全面推进阶段蓝筹股对价行情的深入程度，关注前几批交易所试点是否可能再度引发投资者炒做对价的热情，以及新老划断措施何时推出。二是宏观经济与企业盈利增速的下滑程度，关注油价、房价、大宗商品价格、主要经济数据的变动情况，10月份的三季度业绩报告可视为对这一问题的较为明确的解答。我们认为9月上中旬投资者还可以继续从股改行情后续阶段中寻找机会，但9月下旬开始就应该更多警惕基本面的不利影响，并建议对四季度的行情持谨慎态度。

四、8月A股市场投资策略与投资组合

1、A股市场投资策略

股改引发的行情仍将持续，我们继续建议投资者应尽快从非蓝筹股的炒做中脱身，坚持价值投资理念、积极防御策略以及“与赢者共赢”投资思路，等待防御型蓝筹股在股改全面推广阶段的表现。在宏观经济增速放缓、主要周期性行业见顶回落、人民币升值小于市场预期、股权分置改革即将进入全面推进阶段的大背景下，估值合理、具有稳定增长能力的公司估值水平将因含权预期与人民币升值预期而得到进一步提升，建议投资者坚持从估值、增长及对价三个角度去寻找股权分置改革和人民币升值过程中受益的“赢者”，争取与其实现共赢。

我们认为在宏观经济与企业盈利增速放缓、主要周期性行业见顶回落的背景下，以“消费和服务”为主题的行业能够分享中国经济长期持续增长的成果，且基本上不受上游成本挤压与下游激烈竞争的影响，其中具备业绩稳定增长、估值水平合理的行业与公司仍将成为下一阶段防御型策略的首选品种。建议投资者拓展防御型品种的外延，继续持有或增持食品饮料、商业零售、中药、旅游等非周期性消费品，公路运输、机场、城市供水供气及交通等基础设施与公共服务类，银行，以软件、传媒为代表的少数信息技术行业的龙头公司。目前这些品种对价传闻较少，投资者需要的是耐心等待其中的机会。

在高油价背景下，“新能源”概念板块（太阳能、风能、替代燃料等子行业）、有

望从成品油定价机制调整中受益的炼油子行业值得适当关注。中国近年来军费支出保持了 10% 以上的增长，2005 年增长预计接近 15%，这一背景也为“军工”概念板块（包括制造与原材料）带来一定的机会，但这些板块普遍具有较强的投机性质，投资者必须选择其中业绩优良、估值水平合理的公司参与。

适当关注电力、电力设备、汽车、机械制造、家电、化工、有色（下游）等有望从上游价格回落过程中受益的行业，同时注意防范下游制造业过度竞争造成的不利影响。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，近期主要应注意防范上游周期性基础原材料行业景气见顶回落风险。

对于航空、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，投资者在初步预期兑现之后应注意区别对待。金融（银行）行业估值较为合理，具备分享中国经济长期增长利益的能力，对价预期较高，相对看好。航空业受高油价的不利影响更甚于人民币升值带来的收益，关键看政策，若航油附加费调高增收标准等潜在利好有兑现可能，该行业可能处于拐点上；房地产行业调控风险依然存在，建议波段操作。

对于港口、集装箱、港口机械、远洋航运、外贸、纺织服装等出口导向型行业，目前这些行业的反弹已经告一段落，为防范出口增速回落及人民币升值预期带来的风险，我们继续建议投资者战略性减持。

2、投资组合回顾与变动

8 月份防御型蓝筹股表现普遍一般，受益于复牌 G 股的填权，我们的组合在 8 月份获得了 2.30% 的绝对收益，表现略弱于基准组合，超额收益为 -0.55%。组合从年初运行至今，累计绝对收益与超额收益双双达到 11%，这也坚定了我们在 05 年下半年继续坚持积极防御思路的信心。

投资组合调整上，我们暂且维持 8 月 28 日市场动态分析所给的持仓结构与操作建议，等待 9 月份市场波动再在周报中做出进一步调整。我们的总体思路是继续逢高减持对价因素已有充分体现的品种（包括已支付对价的品种），逢低增持对价因素尚未充分体现的品种，继续将持仓结构的重心向防御型品种倾斜，争取在 9 月份的对价行情后续阶段将总体仓位下降到 55% 左右。

图 18 投资组合每周收益与累计收益

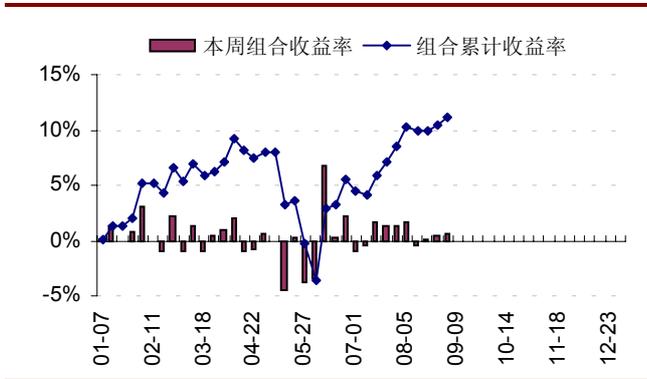


图 19 投资组合每周超额收益与累计超额收益



资料来源：招商证券研发中心。

表 1: 9 月投资组合及操作建议

行业	配置比例	股票代码	股票名称	过去一月表现	股价 (元)	每股收益 2004	每股收益 2005	每股收益 2006	上周配置比例	下月配置比例	仓位增减
食品饮料	9.0%	600519	贵州茅台	11.30%	48.86	1.94	2.19	2.46	5.0%	5.0%	
		000858	五粮液	-2.75%	7.78	0.31	0.37	0.42	4.0%	4.0%	
电力	8.0%	600900	G长电	12.31%	7.84	0.36	0.47	0.57	4.0%	4.0%	
		100795	国电转债	-0.02%	111.98				2.5%	2.5%	
		100236	桂冠转债	0.97%	104.98				1.0%	1.0%	
		600396	金山股份	20.96%	5.77	0.23	0.22	0.29	0.5%	0.5%	
航空机场	7.5%	600009	上海机场	-3.63%	16.45	0.69	0.85	0.98	7.5%	7.5%	
医药	6.0%	600535	天士力	2.21%	12.96	0.61	0.74	0.92	2.0%	2.0%	
		600085	同仁堂	2.62%	19.60	0.79	0.88	1.01	2.0%	2.0%	
		600521	G华海	1.65%	12.30	0.66	0.88	1.07	2.0%	2.0%	
银行	5.0%	110036	招行转债	0.00%	111.00				5.0%	5.0%	
零售业	4.0%	600694	大商股份	14.38%	13.52	0.56	0.65	0.71	2.0%	2.0%	
		600415	小商品城	6.65%	27.89	0.83	1.25	1.66	2.0%	2.0%	
房地产	3.5%	126002	万科转 2	-2.14%	109.54				3.5%	3.5%	
港口	3.0%	600018	G上港	-5.23%	12.13	0.64	0.71	0.71	1.0%	1.0%	
		110317	营港转债	0.00%	107.75				2.0%	2.0%	
钢铁	3.0%	600019	G宝钢	10.00%	4.50	0.76	0.79	0.73	2.0%	2.0%	
		000898	鞍钢新轧	12.22%	4.50	0.60	0.65	0.72	1.0%	1.0%	
旅游	3.0%	000069	华侨城 A	-0.44%	9.14	0.31	0.63	0.84	3.0%	3.0%	
软件	3.0%	600410	华胜天成	8.76%	18.49	0.87	0.91	1.24	3.0%	3.0%	
公路运输	3.0%	600033	福建高速	-5.11%	8.54	0.40	0.49	0.57	3.0%	3.0%	
有色金属	2.0%	600549	厦门钨业	6.50%	11.14	0.46	0.75	0.89	1.0%	1.0%	
		600456	宝钛股份	17.80%	12.11	0.34	0.89	1.12	1.0%	1.0%	
电力设备	2.0%	600406	国电南瑞	10.78%	13.15	0.40	0.55	0.69	2.0%	2.0%	
纺织服装	0.5%	000726	鲁泰 A	3.75%	7.74	0.66	0.78	0.93	0.5%	0.5%	
股票与转债资产比例									62.5%	62.5%	

债券资产比例	37.5%	37.5%
本月股票与转债资产收益率	2.30%	
本月债券资产收益率	0.00%	
本月组合收益率	2.30%	
组合累计收益率	11.05%	
本月基准组合收益率	2.85%	
基准组合累计收益率	0.06%	
本月组合超额收益率	-0.55%	
组合累计超额收益率	10.99%	

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+第二周基准组合收益率)×…×(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。

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。