

后续股改行情重在个股，关键看对价是否充分预期

市场动态分析（09.10）

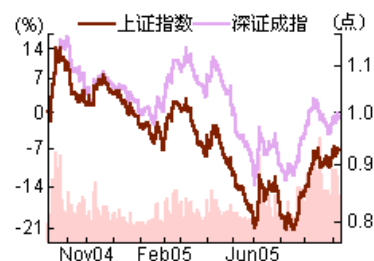
鲁信文 86-0755-82943566
luxw@ccs.com.cn
赵建兴 86-0755-82943202
zhaojx@ccs.com.cn

主要观点

- 国务院国资委于9月9日公布了《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》，其中特别提出，上市公司国有控股股东在与其他非流通股股东及A股市场流通股股东协商确定股权分置改革方案时，要注意充分保护流通股股东的合法权益。这体现了五部位联合发布的《股改指导意见》的精神，也是正面对近期社会上关于股改非议的回击，再次表明高层保护流通股股东利益的决心。
- 通知指出：股改涉及地方国企所持国有股股权的审核改由省级机构行使；要综合考虑国有股股东的实际情况、上市公司盈利能力及发展后劲，兼顾即期利益和长远利益；要注意平衡其他非流通股股东的利益；股权分置改革的基本原则是“积极、稳妥、有序”。从国有资产管理部門的角度分析，这是对全面股改进行统一部署和动员，并明确上市公司国有股股东进行股权分置改革的基本原则、操作程序及要求，从而对股改行情的进一步深入具有刺激作用。
- 随着股权分置改革的全面推进，股改引发的对价行情仍将延续，但市场将有所分化。完全脱离基本面的对价炒作将会有所抑制，而兼具投资价值和定价特征的蓝筹股在估值和对价因素支持下，预计将梯次展开。
- 另一方面，随着股权分置改革的全面推进，机构投资者反而可能由于股改进入全面推进阶段而重新思考扩容压力与全流通合理定价等因素，从而压制大盘的反弹空间。因此，我们认为大盘上涨的空间将比较有限，1250点附近阻力很大，机会主要体现在个股之上，对于个股的把握关键是分析所持有品种是否已经充分反映了对价预期。
- 我们继续建议投资者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。继续持有或增持以“消费和服务”为主题的行业；适当关注“新能源”概念与“军工”概念板块但应注意优选公司；防范上游周期性基础原材料行业景气回落风险；下游制造业中主要关注不存在过度竞争的、能受益于上游产品价格下降的电力设备、有色加工子行业；区别对待人民币升值受益行业，对航空和房地产建议进行波段操作；战略性减持出口导向型行业。
- 本周组合收益 0.53%，超额收益 1.06%。下周建议继续小幅减持股票与转债比例至 60.0%。

上证指数：1189.63

市场走势



市场走势

	9.9 收盘	本周涨跌
上证指数	1189.63	0.07
A 股指数	1250.16	0.07
B 股指数	67.54	-0.21
上证 180	2249.23	-0.17
上证 50	823.64	-0.70
深证成指	3009.36	-0.09
成份 A 指	3146.51	0.07
成份 B 指	1747.09	-0.79
深证 100	934.70	0.69
深证综指	289.41	0.95

行业涨跌榜

	股票数	本周涨跌
有色金属	35	5.05
煤炭	16	3.71
房地产	67	2.38
零售业	57	1.87
综合类	45	1.54
箱罐包装	6	-1.55
电子终端	18	-1.61
传媒	9	-2.01
软件及系		
统集成	38	-3.04
通信服务	3	-3.53

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 9 月份投资策略报告，09/01/2005

一、近期基本面分析与展望

1.1 国务院国资委于 9 月 9 日公布了《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》，其中特别提出，上市公司国有控股股东在与其他非流通股股东及 A 股市场流通股股东协商确定股权分置改革方案时，要注意充分保护流通股股东的合法权益。这体现了五部位联合发布的《股改指导意见》的精神，也是正面对进期社会上关于股改非议的回击，再次表明高层保护流通股东利益的决心。

通知指出：股改涉及地方国企所持国有股股权的审核改由省级机构行使；要综合考虑国有股股东的实际情况、上市公司盈利能力及发展后劲，兼顾即期利益和长远利益；要注意平衡其他非流通股股东的利益；股权分置改革的基本原则是“积极、稳妥、有序”。从国有资产管理部門的角度分析，这是对全面股改进行统一部署和动员，并明确上市公司国有股股东进行股权分置改革的基本原则、操作程序及要求，从而对股改行情的进一步深入具有刺激作用。但我们认为主要对估值合理、有对价能力的蓝筹公司股价上涨具有推动作用。

分析：《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》中特别提出，上市公司国有控股股东在与其他非流通股股东及 A 股市场流通股股东协商确定股权分置改革方案时，要注意充分保护流通股股东的合法权益。这体现了五部位联合发布的《股改指导意见》的精神，也是正面对进期社会上关于股改非议的回击，再次表明高层保护流通股东利益的决心。

通知指出：股改要综合考虑国有股股东的实际情况、上市公司盈利能力及发展后劲，兼顾即期利益和长远利益；股权分置改革的基本原则是“积极、稳妥、有序”。

“积极”就是各级国有资产监督管理机构、上市公司国有股股东都要从改革全局出发，采取各种有效措施，创造有利条件推进股权分置改革工作；

“稳妥”就是上市公司国有控股股东要在协调处理好各方面利益基础上，认真研究制定符合实际的改革方案，并与其他非流通股股东及 A 股市场流通股股东进行充分沟通；

“有序”就是成熟一家，实施一家，不再搞批次、试点。

《通知》提出，要积极探索股权分置改革的多种实现形式。对于国有股股东而言，除送股以外，我们鼓励采取多种有效方式，如派现、缩股、回购或增持股份、发放认股（认沽）权证、承诺以预设价格购买或出售股份、承诺以后年度分红比例等多种方式推进股权分置改革，也可以将资产重组与股权分置改革结合起来进行。

总之，从国有资产管理部門的角度分析，这是对全面股改进行统一部署和动员，并

明确上市公司国有股股东进行股权分置改革的基本原则、操作程序及要求，从而对股改行情的进一步深入具有刺激作用。但我们认为主要对估值合理、有对价能力的蓝筹公司股价上涨具有推动作用。

1.2 深交所 9 月 9 日召开股改媒体交流会称，深交所主板和中小企业板的股改准备工作已经全部就位，中小企业板试点后余下的 40 家公司分两批各 20 家报送材料，第一批 20 家公司 9 月 9 日下午正式受理，第二批 20 家将在下周末受理。根据正常工作进度，中小板全部公司的股改工作将在一个月后即 10 月中旬完成。

至于主板公司，报送材料受理大体上一周安排 10 家以内。主板公司将按照规范有序，成熟一家推出一家的原则稳步推进股改工作。整个深市前 150 家中一批股改意愿强、市值大、方案优化、运作规范的主板公司将被列为全面股改工作推开以后率先进行股改的重点公司。

上证所有关负责人强调，在筛选正式进入股改程序的公司方面，上证所将秉承公开、透明的原则；在正式股改工作中，协调指导、控制节奏将成为上证所的主要职责。

分析：随着股权分置改革的全面推进，股改引发的对价行情仍将延续，但市场将有所分化。完全脱离基本面的对价炒作将会有所抑制，而兼具投资价值和特征特征的蓝筹股在估值和对价因素支持下，预计将梯次展开。

另一方面，随着股权分置改革的全面推进，机构投资者反而可能由于股改进入全面推进阶段而重新思考扩容压力与全流通合理定价等因素，从而压制大盘的反弹空间。

二、近期 A 股市场走势分析与展望

2.1. 本周 A 股市场走势分析

本周（09.02-09.09）大盘窄幅震荡。上证指数三次上攻 1200 点都无功而返，而市场热点也在震荡中有所转化。前期热炒的非蓝筹股虽然仍陆续有所表现，逐渐退潮的趋势已经比较明显，蓝筹股群体也有趋弱迹象，其中预期较早进行股改的公司表现较好。

市场特征指数上，ST、亏损、小流通盘、小流通市值、低价的非蓝筹股板块仍然涨幅居前，但热度已经较前几周有非常明显的消退，领涨的上海本地股疲态渐现；上证 50、上证 180、基金重仓板块继续小幅下跌，但其中防御型品种有所走强。行业指数上，有色金属、煤炭、房地产、零售、医药等行业涨幅居前；通信服务、软件、传媒、电子终端等前期涨幅较大的科技类板块则进入调整。整体上看，非蓝筹股调整压力正在增大，预计下周股改铺开之时，这一板块即有可能全面退潮；蓝筹股中较早进行股改的公司市场表现较好，符合我们关于全面股改阶段蓝筹股对价行情将梯次展开的判断。

图 1 本周市场特征指数涨跌幅排行（%）

图 2 本周行业指数涨跌幅排行（%）

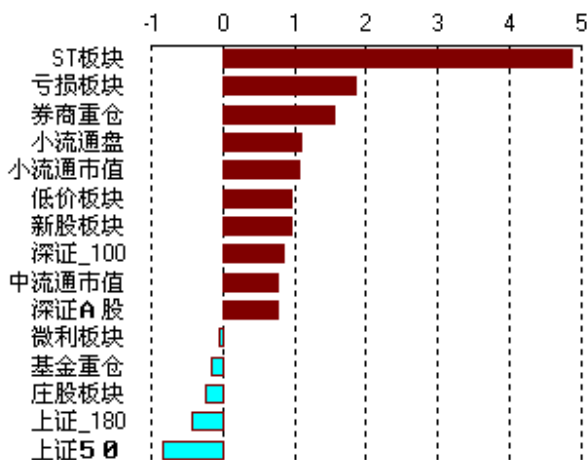


图3 本周市场特征指数买卖比例排行(%)

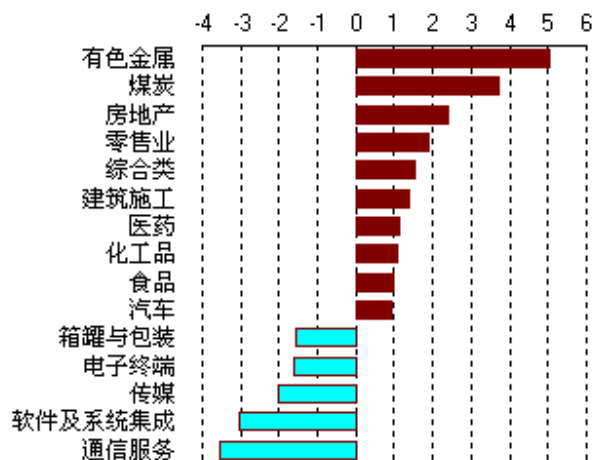


图4 本周行业指数买卖比例排行(%)

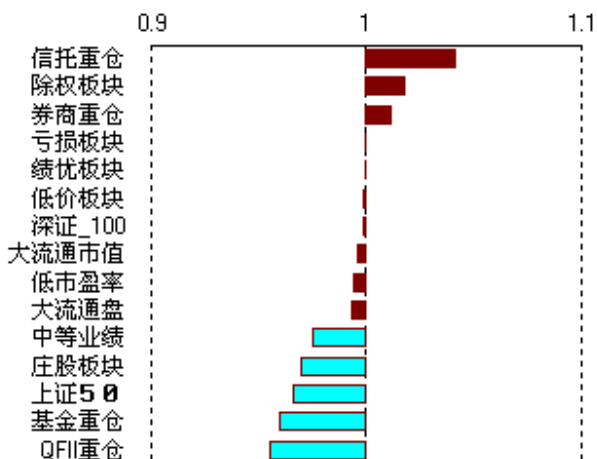


图5 近一年A-B股溢价变化(%)

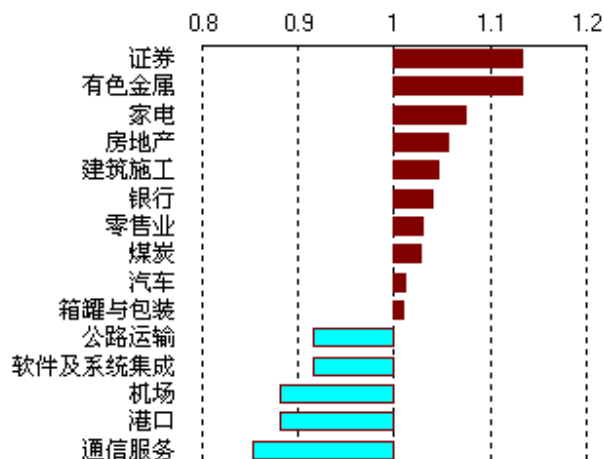
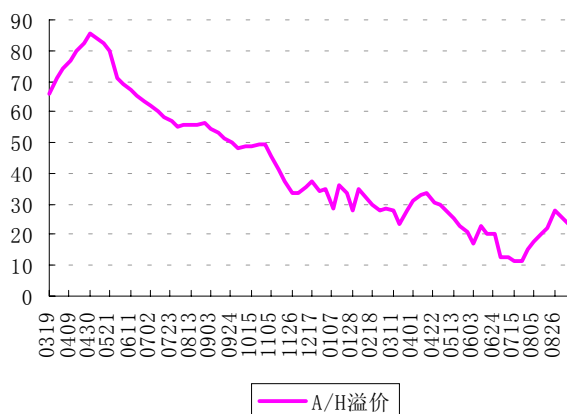
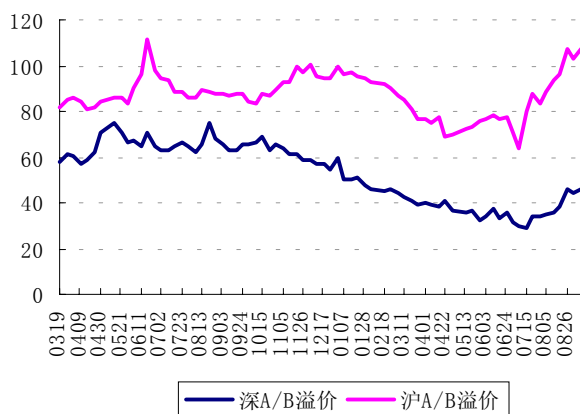


图6 近一年A-H溢价变化(%)

说明: 1、上图表根据招商证券金融工程部的《市场统计周报》绘制, 这里仅给出了市场特征指数与行业指数涨跌幅及买卖比例排行的前10名和后5名, 更详细的数据请参考《市场统计周报》。

2、买卖比例等于该指数所有样本本周买盘总金额与卖盘总金额的除数, 该指标刻画某一指数一周资金流动状况, 买卖比例大于1且越大意味着该行业本周资金流入越多, 反之反是。

数据来源: 招商证券研发中心。



敬请阅读末页的重要说明

数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心整理。

2.2. A 股市场后市走势分析

延续 9 月份策略报告的观点，我们认为 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，仅预计在 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。

短线看，本周大盘三次冲击 1200 点未果，即便是周五中国石化带领市场冲关也未能成功。大盘渐现疲态。非蓝筹股开始陆续进入调整。而理性的机构投资者在蓝筹股即将进入全面股改之前也心存忧虑。目前相当部分的投资者对蓝筹股在全面股改阶段的表现抱有较高预期。而事实上蓝筹股的对价预期已经在股价中得到部分反映，机构投资者出于稳健目的考虑必须预留空间，只有在对价方案明朗时才可能进行深入价值挖掘，因此我们判断蓝筹股的对价行情只能随着股改的推进而梯次进行，全面开花的情况难以出现。从另一个角度思考，机构投资者反而可能由于股改进入全面推进阶段而重新思考扩容压力与全流通合理定价，正如 4、5 月份宣布进行全流通试点前后市场心态的转变，由于对价预期已经比较明朗，短线上涨空间将比较有限。我们的看法是在对价行情已经进入到相当深入的程度之后，讨论大盘冲高的程度意义不大，关键是分析所持有品种是否已经充分反映了对价因素，并考虑逐步兑现获利。

三、投资策略与投资组合

3.1. 投资策略

延续 9 月份策略报告的观点，我们继续建议投资者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，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，少数软件、传媒、电子元器件等信息技术行业的龙头公司。

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，关注其中不会因过度竞争而造成不利影响的电力设备、有色下游加工子行业。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，近期主要应注意防范上游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；房地产行业调控风险依然存在，目前建议以逢高减持为主进行波段操作。

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。

3.2. 投资组合回顾与变动

对价行情进入震荡分化阶段后，防御型品种逐渐受到重视，本周组合收益0.53%，超额收益1.06%。周末市场有趋弱迹象，我们继续建议投资者持有或增持对价预期还未充分体现的蓝筹股，而逐步减持对价预期已经被充分炒作的品种。下周建议继续小幅减持股票与转债比例至60.0%，减持G华海、万科转2、G上港、宝钛股份等。

图 5 投资组合每周收益与累计收益

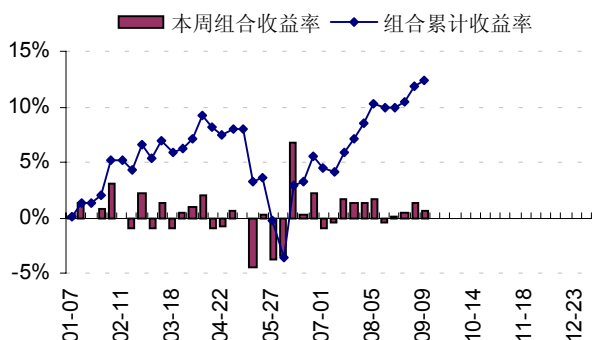
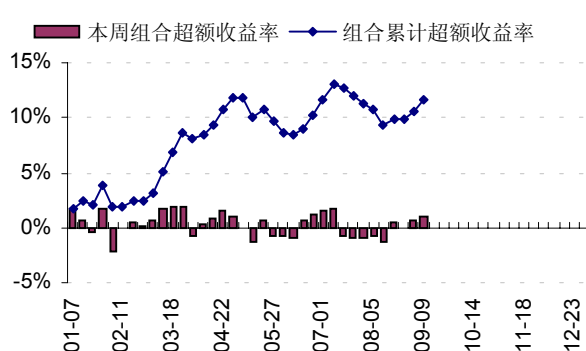


图 6 投资组合每周超额收益与累计超额收益



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	-1.50%	49.80	1.94	2.19	2.46	5.0%	5.0%	
		000858	五粮液	-0.13%	7.84	0.31	0.37	0.42	4.0%	4.0%	
电力	8.0%	600900	G 长电	-2.16%	7.71	0.36	0.47	0.57	4.0%	4.0%	
		100795	国电转债	0.00%	112.50				2.5%	2.5%	
		100236	桂冠转债	0.17%	105.40				1.0%	1.0%	
		600396	金山股份	0.70%	5.79	0.23	0.22	0.29	0.5%	0.5%	
航空机场	7.5%	600009	上海机场	0.61%	16.44	0.69	0.85	0.98	7.5%	7.5%	
医药	5.5%	600535	天士力	6.56%	14.14	0.61	0.74	0.92	2.0%	2.0%	
		600085	同仁堂	1.94%	19.98	0.79	0.88	1.01	2.0%	2.0%	
		600521	G 华海	14.04%	13.89	0.66	0.88	1.07	2.0%	1.5%	-0.5%
银行	5.0%	110036	招行转债	0.06%	113.05				5.0%	5.0%	
零售业	4.0%	600694	大商股份	-1.09%	13.57	0.56	0.65	0.71	2.0%	2.0%	
		600415	小商品城	3.01%	28.79	0.83	1.25	1.66	2.0%	2.0%	
房地产	3.0%	126002	万科转 2	1.15%	111.65				3.5%	3.0%	-0.5%
钢铁	3.0%	600019	G 宝钢	-0.89%	4.45	0.76	0.79	0.73	2.0%	2.0%	
		000898	鞍钢新轧	0.22%	4.52	0.60	0.65	0.72	1.0%	1.0%	
旅游	3.0%	000069	华侨城 A	1.63%	9.35	0.31	0.63	0.84	3.0%	3.0%	
软件	3.0%	600410	华胜天成	-0.77%	19.35	0.87	0.91	1.24	3.0%	3.0%	
公路运输	3.0%	600033	福建高速	-2.20%	8.45	0.40	0.49	0.57	3.0%	3.0%	
电力设备	2.0%	600406	国电南瑞	4.56%	13.98	0.40	0.55	0.69	2.0%	2.0%	
港口	2.0%	600018	G 上港	-0.41%	12.03	0.64	0.71	0.71	1.0%	0.0%	-1.0%
		110317	营港转债	0.48%	108.27				2.0%	2.0%	
有色金属	1.5%	600549	厦门钨业	-1.23%	11.22	0.46	0.75	0.89	1.0%	1.0%	
		600456	宝钛股份	1.91%	13.32	0.34	0.89	1.12	1.0%	0.5%	-0.5%
纺织服装	0.5%	000726	鲁泰 A	0.76%	8.00	0.66	0.78	0.93	0.5%	0.5%	
股票与转债资产比例									62.5%	60.0%	-2.5%
债券资产比例									37.5%	40.0%	

本周股票与转债资产收益率	0.47%
本周债券资产收益率	0.06%
本周组合收益率	0.53%
组合累计收益率	12.41%
本周基准组合收益率	-0.53%
基准组合累计收益率	0.75%
本周组合超额收益率	1.06%
组合累计超额收益率	11.66%

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 = $\sum$ 每只股票周收益率 $\times$ 每只股票本周权重 + 本周债券权重 $\times$ 上证国债指数本周收益率；

组合累计收益率 = $(1 + \text{第一周组合收益率}) \times (1 + \text{第二周组合收益率}) \times \dots \times (1 + \text{第 } n \text{ 周组合收益率}) - 1$ ；

本周基准组合收益率 = 上证 50 指数 $\times$ 80% + 上证国债指数 $\times$ 20%；

基准组合累计收益率 = $(1 + \text{第一周基准组合收益率}) \times (1 + \text{第二周基准组合收益率}) \times \dots \times (1 + \text{第 } n \text{ 周基准组合收益率}) - 1$ ；

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 $\pm 10\%$ 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。