

市场重现资金推动型行情的震荡上升特征

市场动态分析 (09.18)

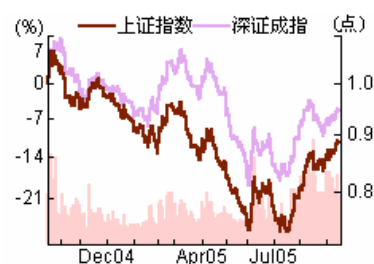
赵建兴 86-0755-82943202
zhaojx@ccs.com.cn
鲁信文 86-0755-82943566
luxw@ccs.com.cn

主要观点

- 交易所的第一批股改公司亮相, 方案较为优惠。但统计表明这 40 家公司从 7 月 19 日低点以来的反弹幅度平均达到了 28.89%, 可以说对价预期已经在这些股票中得到相当充分的反映。后市复牌后前期涨幅不大的公司可能仍会有一定表现, 但适当获利了结并寻找新的投资机会将是更明智的选择。
- 本周陆续公布了一系列宏观经济与金融运行数据。将 7、8 月的 CPI 数据结合起来看, 8 月 CPI 数据比较适中, 通货紧缩和通货膨胀的可能性都得到消除。货币方面信贷低增速和 M2 高增速的现象也继续维持。我们认为货币和 CPI 的状况对未来经济的增长应该能起到相当正面的支持作用。同时, 工业增加值数据显示减速的速度不会太快。进出口数据显示出口增速下降幅度将比较小, 而进口增速将逐步回升。消费的增长有微弱的减速。城镇固定资产投资减速的速度也相当缓慢, 主要原因可能在于外资的流入和经济增长内生性的增强。房地产投资增速的大幅下滑可能并不是趋势性的。总体上看, 宏观经济继续保持了平稳而温和的减速趋势。
- 新增资金仍主要围绕超跌非蓝筹股进行炒做, 大盘蓝筹股走势受到明显抑制, 使市场表现为一定程度的资金推动下的震荡上升特征。由于短期内还无法在政策面与经济面上看到可预期的利空, 考虑到蓝筹股也仍能随着股改的推进而梯次展开对价行情, 则市场仍有可能在未来一段时间内维持震荡上升的态势。我们维持后续行情高度将比较有限的判断(继续预计在 1250 点附近), 关键在于分析所持有品种是否已经充分反映了对价因素, 重在挖掘个股投资机会。
- 投资策略上我们仍主要延续前期观点。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。本周电力设备行业涨幅居前, 我们建议继续密切关注。电力、电网行业的大量投资将带来对电力设备、电网设备的巨大需求, 同时上游原料价格见顶回落使行业成本压力减弱, 行业毛利率水平将持续上升, 建议继续深入挖掘个股的投资机会。
- 本周组合收益 0.58%, 超额收益-0.18%。下周拟小幅减持股票与转债比例至 58.5%。

上证指数: 1212.95

市场走势



市场走势

9.16 收盘 本周涨跌

	9.16 收盘	本周涨跌
上证指数	1212.95	1.96
A 股指数	1274.61	1.96
B 股指数	69.15	2.39
上证 180	2284.47	1.57
上证 50	830.62	0.85
深证成指	3061.06	1.72
成份 A 指	3194.22	1.52
成份 B 指	1792.39	2.59
深证 100	956.94	2.38
深证综指	299.06	3.34

行业涨跌幅

股票数 本周涨跌

	股票数	本周涨跌
电力设备	25	8.52
建材	43	5.96
农业	34	4.92
电子元件	41	4.70
零售业	57	4.57
通信服务	3	0.91
港口	10	0.91
钢铁	28	0.85
石化	15	0.61
机场	4	-0.60

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 股权分置改革进入积极稳妥推进阶段后，上海证券交易所首批股改公司今日亮相，沪市上海汽车、民生银行等 12 家公司拔得头筹，对价平均 10 送 3.2，高于股改试点阶段平均每 10 股约送 3 股的综合对价水平；深市主板 8 家，中小板 20 家，对价以送股为主。交易所严格遵循“协调指导、控制节奏”原则以确保市场稳定。

分析：股改全面推进后，交易所的第一批股改公司方案较为优惠，对市场将形成一定的正面刺激，使市场维持震荡上升的走势，有望挑战年线位置。统计表明这 40 家公司从 7 月 19 日低点以来的反弹幅度平均达到了 28.89%（其中中小企业板 20 家公司平均 30.16%，主板 20 家平均 27.62%），可以说对价预期已经在这些股票中得到相当充分的反映。后市复牌后前期涨幅不大的公司可能仍会有一定表现，但适当获利了结并寻找新的投资机会将是更明智的选择。

1.2 本周陆续公布了一系列宏观经济与金融运行数据。其中，工业品出厂价同比上涨 5.3%，CPI 比去年同月上涨 1.3%，创近期新低。货币供应量增速加快，M2 同比增长 17.3%，增幅比上月末高 1 个百分点。

分析：8 月工业品出厂价格和原材料价格环比比较平稳，波动不大，但从趋势上来看，由于工业生产的减速，这两个价格指数将表现出一定程度的下降。将 7、8 月的 CPI 数据结合起来看，8 月 CPI 数据应该还是比较适中的。一方面基本反映了此前过去 12 个月的 16-17% 货币供应的持续扩张，另一方面消除了 7 月数据反映的通货膨胀加速的可能性。我们认为年内不存在出现通货紧缩的可能性，考虑到可能的油价调整和其他行政价格的调整，年末 CPI 同比将在 2-2.5% 之间。

M2 连续第 12 个月扩张。这种货币供应的适度扩张将持续下去，不过估计未来几个月 M2 环比增速将会有所回落。由于经济中高贸易顺差和外汇储备高速积累的背景没有改变，货币方面信贷低增速和 M2 高增速的现象也继续维持。总体来看，货币和 CPI 的数据还是比较正面的，这对未来经济的增长应该能起到相当正面的支持作用。

另外，8 月份规模以上工业增长 16%，增幅比上月下滑 0.1 个百分点。进出口总值同比增长 27.9%。其中，出口增长 32.1%；进口增长 23.4%，比 7 月份进口增速提高近 10 个百分点。消费品零售额同比增长 12.5%。全国城镇固定资产投资居高不下，1 至 8 月份，城镇固定资产投资同比增长 27.4%（8 月同比增长 28.5%，是今年仅次于 6 月当月增长 28.8% 的次新高），其中，房地产开发投资增长 22.3%。

分析：工业增加值没有继续此前的快速下降，虽然减速的趋势不变，但这意味着减速的速度不会太快。进出口同比增速都有一定的反弹，尤其是进口增速的反弹相当显著。现在来看下半年出口增速下降幅度将比较小，而进口增速将逐步回升。消费的增长情况

仍然比较稳定，不过从名义需求的角度也有微弱的减速。虽然政府意图刺激消费需求的
 增长，但从目前政策来看，影响力很难抵消收入下降预期的影响。城镇固定资产投资虽
 然仍呈现减速的态势，不过减速的速度相当缓慢，远低于市场的预期。主要原因可能
 在于外资的流入和经济增长内生性的增强。房地产投资的增速有很大的下滑，不过从房
 地产市场的情况来看并没有大的变化，这种大幅下滑可能并不是趋势性的。

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（09.12-09.16）大盘震荡上行。股改进入全面推进阶段，场外资金陆续入场寻
 找机会，推动上证指数在周二终于突破 1200 点，但包括石化、长电、宝钢、联通在内
 的超级大盘蓝筹股普遍表现较弱，新增资金仍主要围绕超跌非蓝筹股进行炒做，市场表
 现为一定程度的资金推动下的震荡上升特征。

市场特征指数上，ST、小流通市值、亏损、小流通盘、低价的非蓝筹股板块继续涨
 幅居前；基金重仓、上证 50、上证 180 板块仅小幅上涨。行业指数上，电力设备、建
 材、农业、电子元器件、零售、公用事业等行业涨幅居前；机场、石化、钢铁、港口、
 通信服务等核心资产表现较弱。整体上看，股改进入全面推进阶段之后，新增资金仍主
 要围绕超跌非蓝筹股进行炒做，而蓝筹股群体的走势反而渐渐受到经济基本面的制约。

图 1 本周市场特征指数涨跌幅排行 (%)

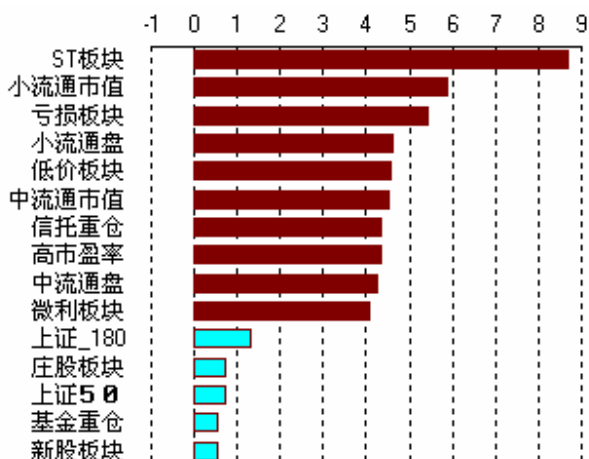


图 3 本周市场特征指数买卖比例排行 (%)

图 2 本周行业指数涨跌幅排行 (%)

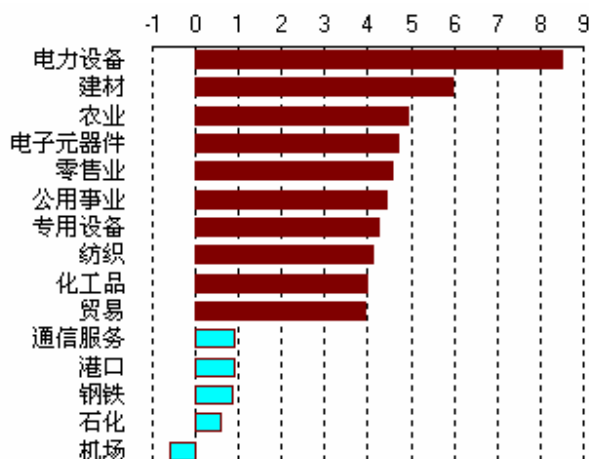
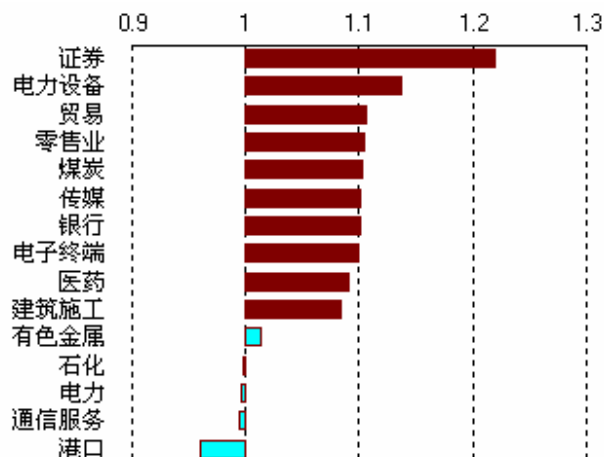
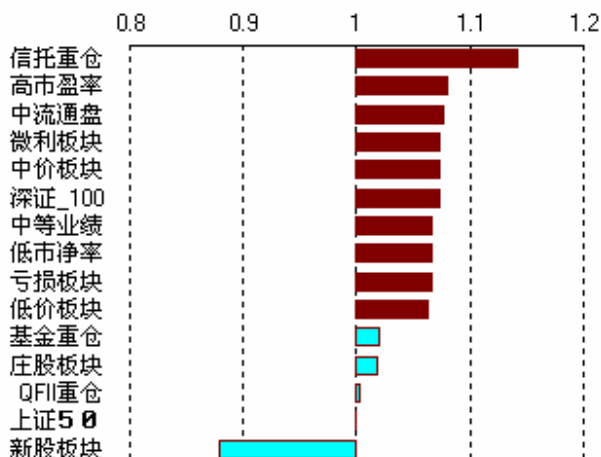


图 4 本周行业指数买卖比例排行 (%)



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。

图5 近一年A-B股溢价变化（%）

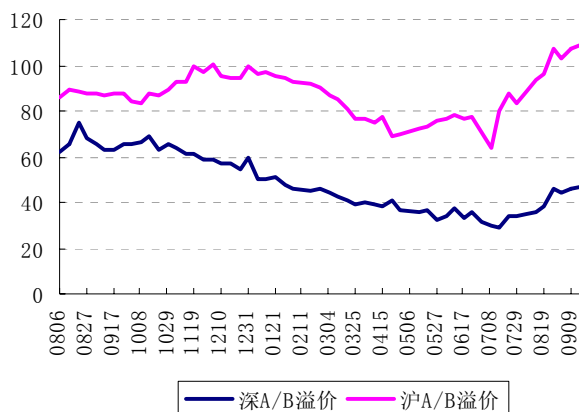
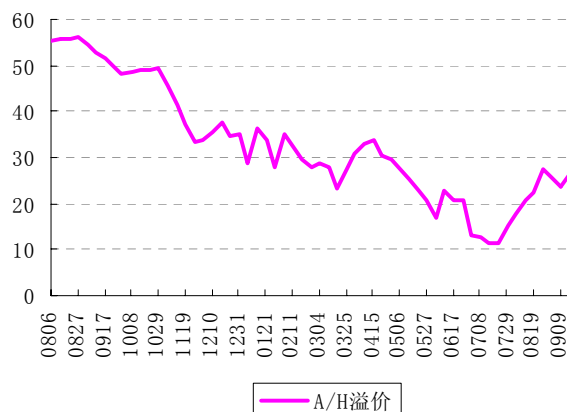


图6 近一年A-H溢价变化（%）



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、非蓝筹股调整分化等因素制约，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。

股改进入全面推进阶段后，陆续进场的资金仍主要围绕超跌非蓝筹股进行炒做。虽然上证指数周二终于突破 1200 点，蓝筹股群体受到经济基本面制约而整体表现仍相对较弱，包括石化、长电、宝钢、联通在内的超级大盘蓝筹股受到明显抑制，使市场表现为一定程度的资金推动下的震荡上升特征。这种走势在历史上曾多次出现，尤其以 2000-2001 年最为明显。充沛的场外资金、平稳的宏观经济、宽松的政策环境等因素的结合，最容易形成资金推动型上涨，并使估值压力逐渐积累，直至有相应的利空诱发估值压力。不过短期内显然还无法在政策面与经济面上看到可预期的利空，再考虑到蓝筹股也仍能随着股改的推进而梯次展开对价行情，则市场仍有可能在未来一段时间内维持震荡上升的态势。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，讨论大盘的具体高度意义不大，关键是分析所持有品种是否已经充分反映了对价因素，并考虑逐步获利减持对价预期已经得到充分反映的品种。

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。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、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。

本周电力设备行业涨幅居前，我们建议继续密切关注电力设备行业的投资机会。未来 2~3 年内，大量的电力项目启动将会直接带动电力设备行业的高增长；而电网投资一直增长较慢，“十一五”期间计划电网投资总额为 12600 亿元，投资额 4600 亿的重点城市电网改造和安全工作已经正式启动，由此将带来对电力设备、电网设备的巨大需求，同时上游原料价格见顶回落使行业成本压力减弱，行业毛利率水平将持续上升，建议继续深入挖掘个股的投资机会。

3.2. 投资组合回顾与变动

本周组合收益 0.58%，超额收益-0.18%。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做的品种。依据上文的投资策略，下周拟小幅减持股票与转债比例至 58.5%，小幅减持受高油价间接影响的上海机场、福建高速，小幅减持华侨城 A，继续增持国电南瑞。

图 5 投资组合每周收益与累计收益

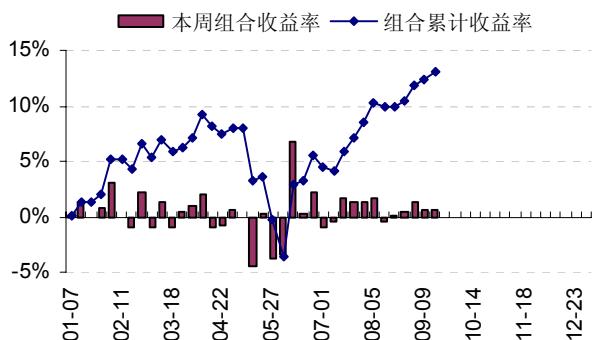
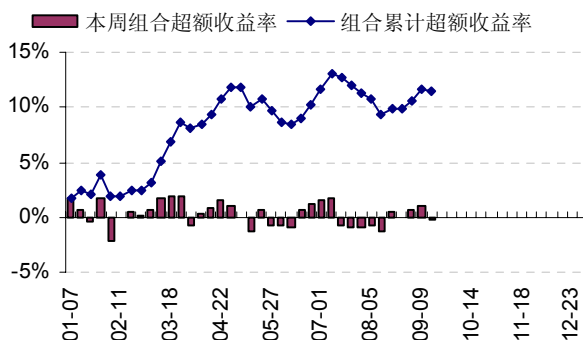


图 6 投资组合每周超额收益与累计超额收益



资料来源：招商证券研发中心。

敬请阅读末页的重要说明

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	2.35%	50.97	1.94	2.19	2.46	5.0%	5.0%	
		000858	五粮液	0.51%	7.88	0.31	0.37	0.42	4.0%	4.0%	
电力	8.0%	600900	G 长电	-2.33%	7.53	0.36	0.47	0.57	4.0%	4.0%	
		100795	国电转债	-0.82%	111.58				2.5%	2.5%	
		100236	桂冠转债	0.57%	106.00				1.0%	1.0%	
		600396	金山股份	6.39%	6.16	0.23	0.22	0.29	0.5%	0.5%	
航空机场	7.0%	600009	上海机场	-1.70%	16.16	0.69	0.85	0.98	7.5%	7.0%	-0.5%
医药	5.5%	600535	天士力	1.27%	14.32	0.61	0.74	0.92	2.0%	2.0%	
		600085	同仁堂	0.15%	20.01	0.79	0.88	1.01	2.0%	2.0%	
		600521	G 华海	-1.30%	13.71	0.66	0.88	1.07	1.5%	1.5%	
银行	5.0%	110036	招行转债	-0.73%	112.23				5.0%	5.0%	
零售业	4.0%	600694	大商股份	2.51%	13.91	0.56	0.65	0.71	2.0%	2.0%	
		600415	小商品城	7.75%	31.02	0.83	1.25	1.66	2.0%	2.0%	
房地产	3.0%	126002	万科转 2	-0.40%	111.20				3.0%	3.0%	
钢铁	3.0%	600019	G 宝钢	0.22%	4.46	0.76	0.79	0.73	2.0%	2.0%	
		000898	鞍钢新轧	0.88%	4.56	0.60	0.65	0.72	1.0%	1.0%	
软件	3.0%	600410	华胜天成	-0.31%	19.29	0.87	0.91	1.24	3.0%	3.0%	
旅游	2.5%	000069	华侨城 A	2.57%	9.59	0.31	0.63	0.84	3.0%	2.5%	-0.5%
公路运输	2.0%	600033	福建高速	0.95%	8.53	0.40	0.49	0.57	3.0%	2.0%	-1.0%
电力设备	2.5%	600406	国电南瑞	7.30%	15.00	0.40	0.55	0.69	2.0%	2.5%	0.5%
港口	2.0%	110317	营港转债	0.49%	108.80				2.0%	2.0%	
有色金属	1.5%	600549	厦门钨业	2.23%	11.47	0.46	0.75	0.89	1.0%	1.0%	
		600456	宝钛股份	4.88%	13.97	0.34	0.89	1.12	0.5%	0.5%	
纺织服装	0.5%	000726	鲁泰 A	-0.62%	7.95	0.66	0.78	0.93	0.5%	0.5%	
股票与转债资产比例									60.0%	58.5%	-1.5%
债券资产比例									40.0%	41.5%	
本周股票与转债资产收益率									0.41%		
本周债券资产收益率									0.17%		
本周组合收益率									0.58%		
组合累计收益率									13.06%		
本周基准组合收益率									0.76%		
基准组合累计收益率									1.52%		
本周组合超额收益率									-0.18%		
组合累计超额收益率									11.54%		

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：

$$\text{本周组合收益率} = \sum \text{每只股票周收益率} \times \text{每只股票本周权重} + \text{本周债券权重} \times \text{上证国债指数本周收益率}$$

组合累计收益率=

$$(1 + \text{第一周组合收益率}) \times (1 + \text{第二周组合收益率}) \times \dots \times (1 + \text{第 } n \text{ 周组合收益率})$$

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。

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。