

反弹只有在悲观预期导致过度反应之后才能产生

市场动态分析（07.09）

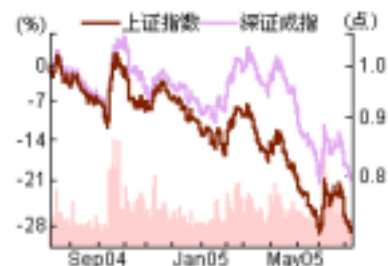
鲁信文 86-0755-82943566
luxw@ccs.com.cn
赵建兴 86-0755-82943202
zhaojx@ccs.com.cn

主要观点

- 宝钢、长电等第二批试点公司的方案公告后，股价几乎没有变动，投资者普遍发现，这些蓝筹公司所给出的对价幅度仅略高于全流通对股价的冲击幅度。这种情况与我们关于全流通博弈的分析结论是相一致的。非流通股股东将总是遵循最低对价的原则，流通股股东并没有、也不可能获得太多的额外利益。并且一旦试点完成、市场稳定之后，有关方面压力减轻，那么对价谈判的难度将增强，对价幅度也可能随之下降。同时，只有在价值回归充分进行后，定价偏高的非蓝筹股才可能顺利解决股权分置问题，这意味着近期市场的结构性调整压力仍然巨大。
- 在市场再次逼近 1000 点时，银行系基金即将发行、部分重点券商将获得注资、《股权激励规范意见》征求意见等股改配套措施陆续出台，表明了管理层维护市场稳定、为股权分置改革顺利进行保驾护航的决心，但总体上看，这些扩大资金供给的利好政策，远水解不了近渴，短期内对市场的支持作用将十分有限。
- 经济层面利空因素不断，如：油价突破 60 美元、伦敦爆炸案引发全球市场剧烈震荡、二季度企业家信心指数下降等等。我们认为宏观经济与企业盈利状况的见顶回落趋势将在即将公布的中期以及此后的第三季度的财务报告中得以体现，三季度将是判断经济与盈利回落状况是否超出市场预期关键时刻。
- 1000 点附近的心理支撑估计多头不会轻易放弃，但几个压制市场的因素短期看并没有缓解迹象，而政策利好是远水不能解近渴，这预示着后市走势并不乐观。因此，我们认为只有在市场的悲观预期在股价走势上产生过度反应之后才有机会产生比较象样的反弹。
- 投资策略方面，我们建议投资者从估值和对价两个角度去积极寻找股权分置改革的“赢者”，争取与赢者共赢。继续持有或增持业绩稳定增长、估值合理的非周期性消费品及基础设施和公共服务类行业龙头公司。
- 本周组合收益率-0.38%，超额收益率 1.64%，累计超额收益率已经上升到 13.11%。考虑到企业盈利变动趋势即将强化，建议投资者在继续增持估值合理的防御型品种的同时再次加强持仓结构调整。

上证指数：1017.98

市场走势



市场走势

	7.8 收盘	本周涨跌
上证指数	1017.98	-3.56
A 股指数	1069.13	-3.55
B 股指数	60.94	-4.83
上证 180	1962.35	-3.53
上证 50	727.56	-2.74
深证成指	2650.61	-2.86
成份 A 指	2738.10	-2.78
成份 B 指	1618.15	-3.20
深证 100	803.69	-3.23
深证综指	241.63	-4.22

行业涨跌榜

	股票数	本周涨跌
通信服务	3	-0.54
机场	4	-0.94
石化	15	-1.12
饮料	29	-1.34
电力	51	-1.67
电子终端	19	-5.98
建材	42	-6.14
综合类	40	-6.43
通信设备	30	-7.72
电子元件	42	-9.43

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

一、近期基本面分析与展望

1、备受瞩目的长江电力股权分置改革方案周一亮相。流通股股东每 10 股共实得 1.6706 股及现金 5.88 元。此后第二批试点公司的股改方案陆续亮相。与第一批试点公司不同，宝钢、长电等第二批试点公司的方案公告后，股价几乎没有变动，投资者普遍发现，这些蓝筹公司所给出的对价幅度仅略高于全流通对股价的冲击幅度，流通股东并没有获得太多的额外利益。

这种情况事实上与我们在《全流通变局下的 A 股市场：治理、定价、博弈及运行趋势》中关于全流通博弈的分析结论是相一致的：非流通股股东将遵循最低对价的原则，所支付的对价必须、且只需弥补流通股股东因含权预期而承受的损失，并将获得绝大部分的全流通创造的价值（流通权价值）；流通股股东能够获得的对价取决于其谈判能力，不可能获得太多的额外利益。虽然部分投资者目前对这样的方案仍有抱怨，但理性的投资者将选择在分类表决中通过对其有利的方案。

由于目前尚处于试点阶段，市场走势与管理层的预期偏差较大，迫于压力，为确保试点的成功而不得不做出让步，一旦试点完成、市场稳定之后，有关方面压力减轻，那么对价谈判的难度将增强，对价幅度也可能随之下降。除非国资委制定各种类型公司的最低对价标准，否则本身处于弱势地位的流通股股东根本无法与处于强势地位的大股东进行谈判，但这种做法显然不符合国资委自身利益，因此并不现实。总之，我们提醒投资者可以有理、有据地与非流通股股东进行博弈，捍卫自己的权利，但对大型国有企业的对价预期要保持理性预期。

同时，我们认为流通股股东要求的对价不应超过非流通股股东的获益，否则可能受到损失的非流通股股东将缺乏动力进行股改。目前大部分非蓝筹股仍存在定价偏高问题，只有在价值回归充分进行后，这些公司才可能顺利解决股权分置问题，这意味着近期市场的结构性调整压力仍然巨大。

2、在市场再次逼近 1000 点时，股改配套措施陆续出台。央行行长助理表示，在 7、8、9 三个月，有关部门将采取两大措施繁荣股市：一是工行、交行、建行旗下的基金公司将分别推出以股票投资为首的首只基金产品。二是通过注资与市场化财务重组方式，解决部分重点券商的流动性与资本金不足问题，据悉银河证券、华夏证券和南方证券有望首批获得注资。同时，《上市公司股权激励规范意见》目前正在业内征求意见。

上述措施表明了管理层维护市场稳定，为股权分置改革顺利进行保驾护航的决心，有利于增强市场信心。但基金公司从设立到募集最后到投入股市尚需要较长时间，因此该举措的短期刺激作用有限。同时，对券商注资一定要与券商的重组结合起来，扶持部分优质券商作大作强，如果将资金投入到挽救高危券商，其效果不会很明显。《上市公司股权激励规范意见》若能尽快出台，将提高上市公司进行股改的动力，但对提升流通股股东获得对价的预期作用有限。总体上看，这些以资金面利好为主的政策对市场的支持作用有限。

3、经济层面利空因素不断。国际方面，纽约市场原油期货收市价格首次突破每桶 60 美元大关。伦敦爆炸案引发全球市场剧烈震荡。国内方面，二季度企业家信心指数下降，房地产企业家信心指数环比下降 19.8 点。

经济学家们认为，如果今年剩余时间内油价保持在每桶 60 美元以上，亚洲经济增长速度将放慢。一些经济学家甚至认为高油价有可能使亚洲经济陷入短期衰退。恐怖袭击对国际经济的影响还有待观察，不过目前这一事件使得投资者对国际经济环境的担心大幅上升，从而直接反映在主要市场的表现上。对于中国的影响主要还是将通过对国际经济增长的影响来传递，因此对中国经济的影响也需要进一步考察。但企业家信心指数下降说明企业对未来经济和利润情况的预期有所下降，这一点与宏观经济其他指标的走向是一致的。其中房地产业信心指数的下降与国家的政策是相呼应的。

综合而言，宏观经济与企业盈利状况的见顶回落趋势将二季度得以确立，并将在即将公布的中期与此后的三季度报告中得以体现，预计此后一段时间将是判断经济与盈利回落状况是否超出市场原先预期的关键时刻，此阶段的投资机会来自于市场悲观预期在股价走势上过度反应之后的反弹。

二、近期 A 股市场走势分析与展望

2.1. 本周（07.04-07.08）A 股市场走势分析

本周（07.04-07.08）大盘震荡下行。长电的方案并没有超出市场预期，反而继续加强了投资者对扩容压力的担忧，非蓝筹股继续释放价值回归，基础原材料行业的股票则继续受到景气回落的压制，而周末的伦敦爆炸案则加剧了市场的调整。在确认了 1100 点上方阶段性头部的形成之后，周末大盘再次下探至 1000 点附近。

市场特征指数上，券商重仓、基金重仓、上证 50、绩优板块等较为抗跌，小市值、亏损、低市净率、高市盈率、微利的非蓝筹股快速下跌，结构性分化继续加速进行。行业指数上，通信服务、机场、石化、低那里、公路运输、银行等行业较为抗跌，电子元器件、通信设备、综合、建材、电子终端等行业景气程度差的行业跌幅居前。

图 1 本周市场特征指数涨跌幅排行 (%)

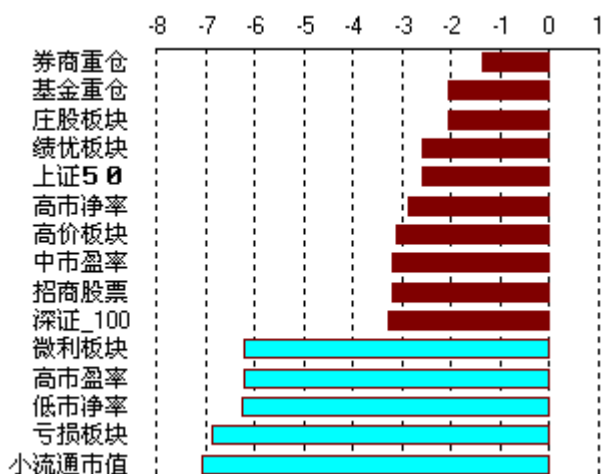


图 2 本周行业指数涨跌幅排行 (%)

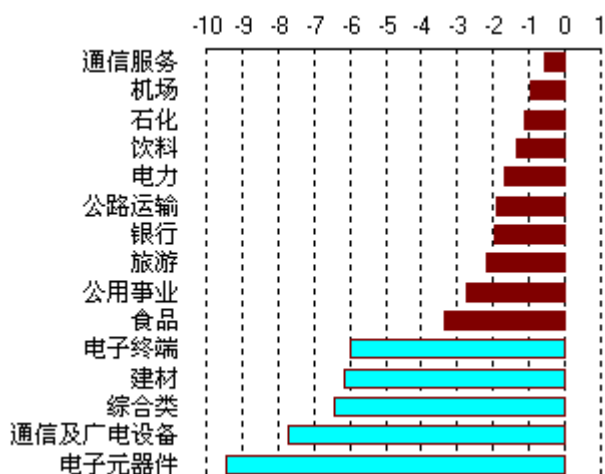


图 1 本周市场特征指数买卖比例排行 (%)

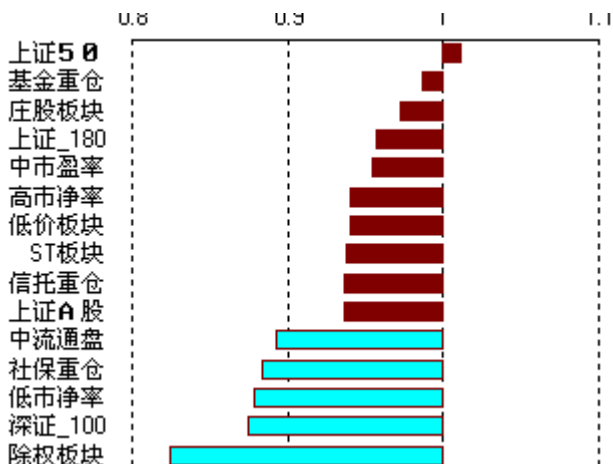
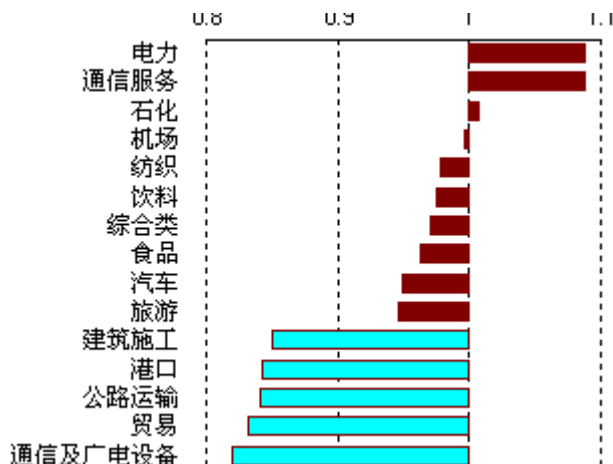


图 2 本周行业指数买卖比例排行 (%)



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 (%)

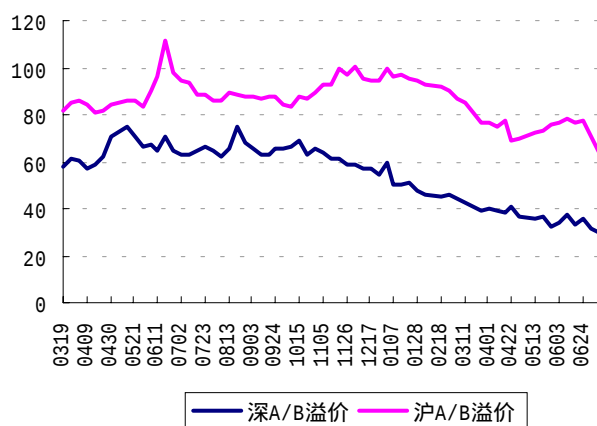
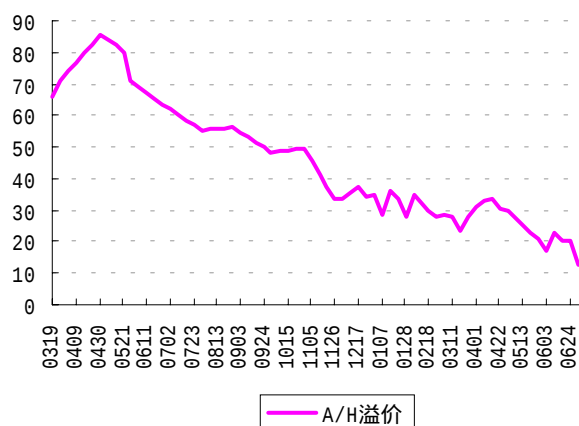


图6 近一年 A-H 溢价变化 (%)



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

依据《全流通变局下的 A 股市场：治理、定价、博弈及运行趋势》的分析，目前 A 股市场蓝筹公司的定价仍然偏高 10% 左右，但沪深 300 指数成份股在股权分置改革中的合理含权预期约为 16.75-20.10%，若能兑现将可以抵消定价偏高的风险并形成一定支持。盈利前景与定价水平因素的影响将在相互抵消后产生轻微的上升动力。预计沪深 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。

本周末大盘再次下探至 1000 点附近，而几个压制市场的因素短期看并没有缓解迹象，政策利好对市场的支撑作用也相当有限，预示着后市走势仍难以乐观。延续上周的观点，我们认为前期 1100 点上方已经构筑了一个中短期头部，后市将再次考验 1000 点政策底。考虑到管理层稳定指数以顺利推进股权分置改革的需要，我们认为诸如平准基金等利好政策应能够对市场形成一定支持。但近期经济层面利空因素不断，宏观经济与企业盈利状况的见顶回落趋势将二季度得以确立，并将在即将公布的中期与此后的三季度报告中得以体现。预计此后一段时间将是判断经济与盈利回落状况是否超出市场原先预期的关键时刻，我们认为只有在市场悲观预期在股价走势上产生过度反应之后才有机会产生比较象样的反弹。

三、投资策略与投资组合

3.1. 投资策略

依据我们 2005 年中期投资策略报告的分析，在股权分置改革进程将全面推进的背景下，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。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。因此，我们建议投资者从估值和对价两个角度去积极寻找股权分置改革的“赢者”，争取与赢者共赢。

行业投资策略上，我们认为在宏观经济增速放缓、周期性行业见顶回落的大背景下，投资者应继续坚持防御型策略，将股票配置继续向估值合理、稳定增长的防御型资产收缩，对周期性行业龙头公司坚持波段操作的思路。

继续持有或增持业绩稳定增长、估值合理的非周期性消费品及基础设施和公共服务类行业龙头公司。具体而言包括食品饮料、零售、中药、旅游等消费品行业中具有民族特色、品牌优势或市场定价权的龙头公司，以及公路运输、机场、城市供水供气及交通等公共服务类行业中的龙头公司。

适当关注两类行业，一是有望从上游价格回落过程中受益的行业，包括电力、电力设备、汽车、机械制造、家电、化工等，但必须警惕产能过剩引发价格战、抵消成本下降的风险；**二是有望从人民币升值过程中受益的行业**，包括航空、房地产、金融、造纸、化纤等，但政策性博弈机会具有相当大的不确定性。

对周期性行业继续坚持波段操作、总体减持的思路，防范投资增速回落带来的行业周期见顶风险。石化、钢铁、煤炭、有色金属等上游资源类行业业绩将逐步见顶回落，房地产、建材、建筑施工、工程机械等相关行业的景气也将逐步回落。较低的估值水平使这些行业存在波段投资机会。在这些行业与股票上持仓水平较重的投资者应坚持逢高减持策略，而持仓水平较轻的投资者则可采取波段操作策略。

战略性减持出口导向型行业，防范出口增速回落及人民币升值预期带来的风险。建议大幅度降低外贸、纺织服装、家电、远洋航运、港口、集装箱、港口机械等行业的配置比例。

3.2. 投资组合回顾与变动

本周市场再次滑落到 1030 点附近。组合表现相对抗跌，周收益率-0.38%，超额收益率 1.64%。组合累计超额收益率则进一步上升到 13.11%。

我们认为企业盈利变动趋势即将强化，建议投资者在市场的调整中继续增持估值合理的防御型品种的同时再次加强持仓结构调整。下周我们拟小幅增加组合中股票与转债比例至 66.5%。依据上文所给的行业投资策略，我们拟增持长江电力、桂冠转债、贵州

茅台、五粮液、上海机场、营港转债、华海药业、招行转债、万科转2、福建高速，同时减持盐田港A、深赤湾A、山东药玻、万科A、金地集团、鲁泰A、瑞贝卡、华鲁恒升、晨鸣纸业。下周市场若继续调整建议加快增持速度与比例。

图7 投资组合每周收益与累计收益

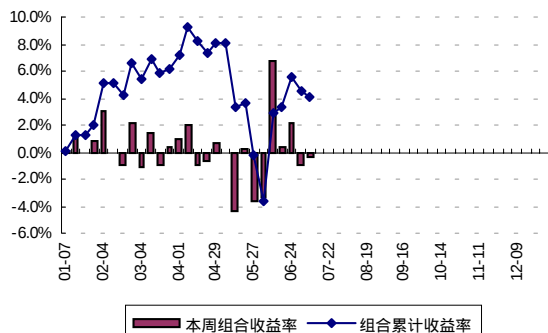
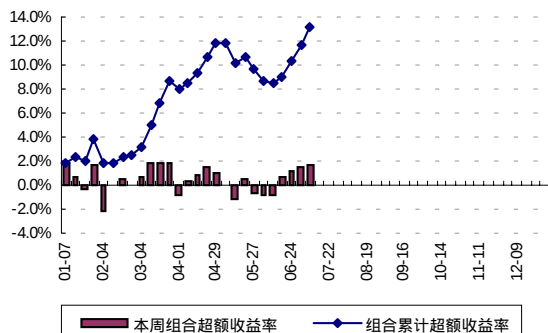


图8 投资组合每周超额收益与累计超额收益



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	10.5%	600900	长江电力	1.47%	8.29	0.36	0.47	0.57	4.5%	6.0%	1.5%
		100795	国电转债	0.09%	108.11				3.0%	3.0%	
		100236	桂冠转债	-0.45%	103.00				1.0%	1.5%	0.5%
食品饮料	9.5%	600519	贵州茅台	-0.88%	51.90	1.94	2.19	2.46	5.0%	5.5%	0.5%
		000858	五粮液	1.47%	7.61	0.31	0.37	0.42	3.5%	4.0%	0.5%
航空机场	7.0%	600009	上海机场	-1.64%	16.16	0.69	0.85	0.98	6.0%	7.0%	1.0%
医药	6.0%	600535	天士力	1.64%	12.41	0.61	0.74	0.92	2.0%	2.0%	
		600085	同仁堂	0.54%	18.46	0.79	0.88	1.01	2.0%	2.0%	
		600529	山东药玻	-4.63%	5.56	0.42	0.58	0.67	1.0%	0.5%	-0.5%
		600521	华海药业	4.41%	13.97	0.66	0.88	1.07	1.0%	1.5%	0.5%
银行	6.0%	110036	招行转债	0.49%	104.64				5.0%	5.5%	0.5%
		600036	招商银行	-0.34%	5.90	0.49	0.63	0.74	0.5%	0.5%	
港口	5.5%	600018	上港集箱	-7.35%	15.00	0.64	0.71	0.71	3.0%	2.5%	-0.5%
		110317	营港转债	-0.74%	107.50				1.5%	2.0%	0.5%
		000088	盐田港A	-4.18%	9.39	0.62	0.75	0.95	1.0%	0.5%	-0.5%
		000022	深赤湾A	-11.84%	18.40	1.05	1.40	1.60	1.0%	0.5%	-0.5%
钢铁	5.0%	600019	宝钢股份	-4.13%	4.88	0.76	0.79	0.73	3.5%	3.5%	
		000898	鞍钢新轧	-4.40%	3.48	0.54	0.92	0.82	1.5%	1.5%	
房地产	3.5%	126002	万科转2	0.33%	106.38				2.5%	3.0%	0.5%
		000002	万科A	0.95%	3.20	0.39	0.41	0.51	1.0%	0.5%	-0.5%

		600383	金地集团	-1.19%	4.15	0.63	0.79	1.02	0.5%	0.0%	-0.5%
软件	3.5%	600410	华胜天成	-3.07%	14.86	0.87	0.91	1.24	3.5%	3.5%	
旅游	3.5%	000069	华侨城 A	-1.11%	8.90	0.31	0.63	0.84	3.5%	3.5%	
公路运输	3.0%	600033	福建高速	3.11%	8.29	0.40	0.49	0.57	2.5%	3.0%	0.5%
纺织服装	1.5%	000726	鲁泰 A	0.27%	7.37	0.66	0.78	0.93	1.5%	1.0%	-0.5%
		600439	瑞贝卡	-2.54%	9.60	0.65	0.84	1.05	1.0%	0.5%	-0.5%
有色金属	1.0%	600549	厦门钨业	1.14%	9.75	0.46	0.75	0.89	1.0%	1.0%	
零售业	1.0%	600694	大商股份	-1.04%	10.80	0.56	0.65	0.71	1.0%	1.0%	
化工	0.0%	600426	华鲁恒升	-6.82%	7.11	0.50	0.71	1.02	0.5%	0.0%	-0.5%
造纸	0.0%	000488	晨鸣纸业	-1.86%	5.28	0.64	0.98	0.93	0.5%	0.0%	-0.5%
股票与转债资产比例									65.0%	66.5%	1.5%
债券资产比例									35.0%	33.0%	
本周股票与转债资产收益率									-0.68%		
本周债券资产收益率									0.31%		
本周组合收益率									-0.38%		
组合累计收益率									4.10%		
本周基准组合收益率									-2.02%		
基准组合累计收益率									-9.01%		
本周组合超额收益率									1.64%		
组合累计超额收益率									13.11%		

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=Σ 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。

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。