

A 股会否昙花一现？

报告要点

■ 美国市场最大的利空已经释放？

海外市场在美国股市的带动下本周呈现企稳走势，而美国股市主要是受一系列朦胧利好的刺激，如美国政府对花期和通用汽车可能的救助，目前美国市场有点利空出尽的意思，自从花期和通用报出问题后，似乎美国已经没有什么能比它们更大的企业出问题了。

■ 坚挺的美国消费品企业股价

这次受影响最大的是直接受到次贷危机影响的金融机构以及可选程度较强的消费品产业，而受影响较小的应该是必需消费品产业。沃尔玛的股价从今年年初以来并没有出现明显的下跌，在 9 月份反而还创出今年新高 63 美元，目前的股价为 55 美元。从过去的 200 个交易日来看，沃尔玛的股价保持了 13% 的正收益，而标普 500 指数则呈现出 -33.61% 的负收益。

■ 原油下跌空间有限

美国原油期货近月合约价格本周一度跌破 50 美元，而远月合约则不同程度的收在了 50 美元之上。而原油价格上一次低于 50 美元的时候是在 2005 年 5 月份，根据我们掌握的情况，有相当多的资本是按 50 美元一桶的价格购买了油田的开采权，因此如果石油价格低于 50 美元，这些油田则面临着停产的可能，从而减小供给。不过这并不能说明整个世界真实的供求状况，仅仅能表明油价下跌的空间并不大，相反，在超跌过后的反弹也是可能存在的。

■ A 股并不会昙花一现

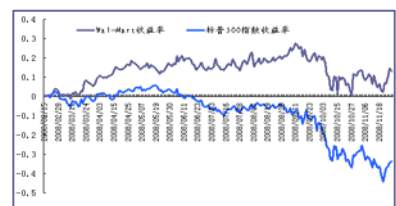
这次旨在挽救经济的政策并不是一句空话，目前中央政府 1000 亿元的投资方向已经确定。我们认为，目前这个阶段就是一个从等待政策到等待政策效果的一个阶段，在接下来的时间里还有可能陆续出台各项政策的细化工作，市场会在这段时间内潜移默化进行热点或者结构布局的转换，政策具体落实的项目和领域会出现一批市场热点，因此市场就此再次整体低迷的可能性不大。按照我们在 11 月份以来的报告逻辑，中级反弹仍在进行中。

■ 2009 年是投行主导的股票市场

公司繁荣的三个方向中，有两个属于投行主导的方向，一个是并购，一个是全球化。在经济转型时期的股票市场中，热点不断转换，而整体趋势性上涨机会并不大，所以无论是买指数基金还是组合投资，很难获取超额收益，这里面获取超额收益的关键点就在于寻找可能发生产业变动的标的。2006 年底公布的央企整合行动还远未实施，在 2010 年以前这样的机会还会一直存在，在其他领域比如食品、航空、钢铁，由于突发事件频发也会触发一些并购机会。

相关图表、数据

图：沃尔玛和标普指数收益率比较



数据来源：长江证券研究部

分析师：张凡

8621-63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

分析师：周金涛

8621-33130733

zhoujt@cjsc.com.cn

联系人：杨靖风

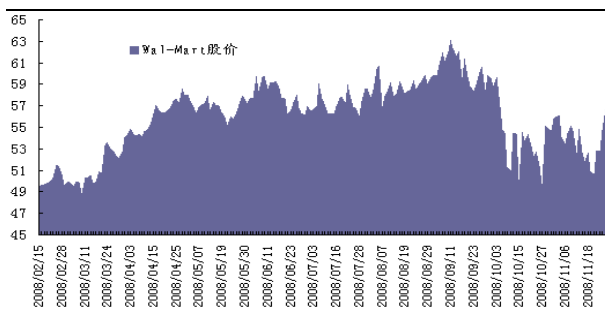
8621-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

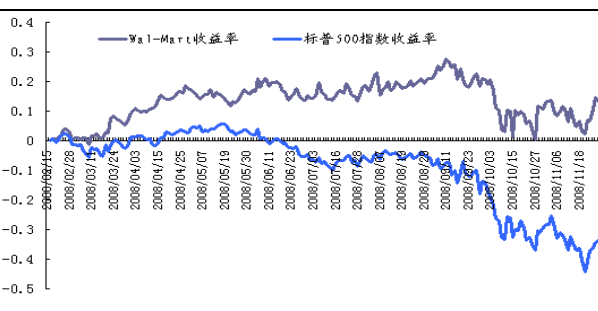
对全球市场的思考

海外市场在美国股市的带动下本周呈现企稳走势，而美国股市主要是受一系列朦胧利好的刺激，如美国政府对花期和通用汽车可能的救助，目前美国市场有点利空出尽的意思，自从花期和通用报出问题后，似乎美国已经没有什么能比它们更大的企业出问题了。对于花期和通用的境遇，我们认为这次受影响最大的是直接受到次贷危机影响的金融机构以及可选程度较强的消费品产业，而受影响较小的应该是必需消费品产业，一个有意思的现象是美国人在沃尔玛超市的抢购行为，使得我们再次领教了低端消费具有一定刚性的这个特征。沃尔玛的股价从今年年初以来并没有出现明显的下跌，在9月份反而还创出今年新高63美元，目前的股价为55美元。从过去的200个交易日来看，沃尔玛的股价保持了13%的正收益，而标普500指数则呈现出-33.61%的负收益。

图：沃尔玛股价



图：沃尔玛和标普500指数收益率比较



数据来源：长江证券研究部

数据来源：长江证券研究部

美国原油期货近月合约价格本周一度跌破50美元，而远月合约则不同程度的收在了50美元之上。而原油价格上一次低于50美元的时候是在2005年5月份，根据我们掌握的情况，有相当多的资本是按50美元一桶的价格购买了油田的开采权，因此如果石油价格低于50美元，这些油田则面临着停产的可能，从而减小供给。不过这并不能说明整个世界真实的供求状况，仅仅能表明油价下跌的空间并不大，相反，在超跌过后的反弹也是可能存在的。

A股市场本周在政策的刺激下出现了大幅震荡。不过，根据近期连续出台的政策来看，这次旨在挽救经济的政策并不是一句空话，目前中央政府1000亿元的投资方向已经确定，主要领域包括保障性安居工程、农村民生工程 and 农业基础设施、铁路、公路、机场等基础设施建设、教育、卫生等社会事业、生态环境建设、自主创新和结构调整，以及灾后的恢复重建。从现在起到1-3月份的年报披露期，还有1个月时间，很多投资者可能会认为在这段时间内不会再有什么利好出台。但是我们认为，目前这个阶段就是一个从等待政策到等待政策效果的一个阶段，在接下来的时间里还有可能陆续出台各项政策的细化工作，市场会在这段时间内潜移默化进行热点或者结构布局的转换，政策具体落实的项目和领域会出现一批市场热点，因此市场就此再次整体低迷的可能性不大。按照我们在11月份以来的报告逻辑，中级反弹仍在进行中。

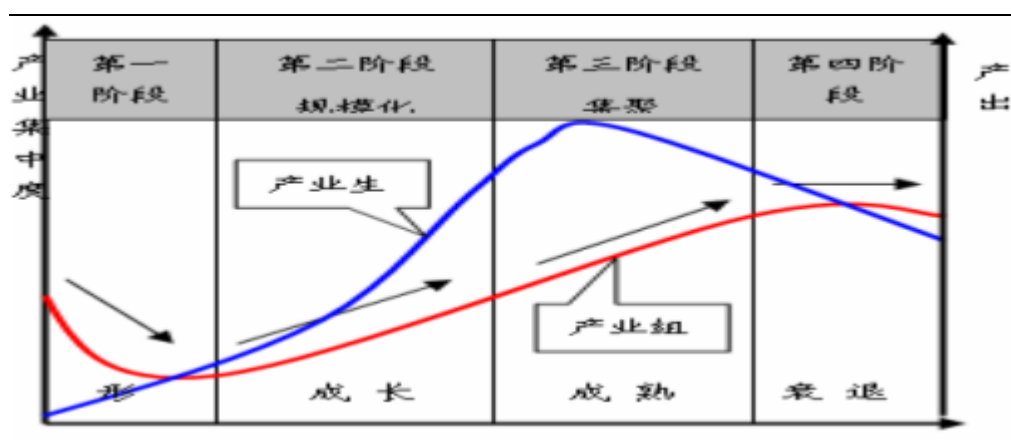
投资参考：2009年，投行主导的股票市场

我们在刚刚开完的2009年年度策略报告会“走向成熟”上，曾经提出一个观点，中国经济正处在从起飞（2000-2007）向成熟转变的过程中，而经济体在走向成熟的过程中，必然伴随着公司繁荣。

公司繁荣的现象就是并购、商业创新和海外扩张。这虽然是从其他国家的历史经验总结而来的，但在中国市场一点也不过时。中国的工业化具有经典意义，因此工业化过程中所出现的主要特征都会依次在中国出现，我们认为目前中国的公司正在出现这三个方面的特征。

这三个方面的特征并不是孤立存在的，而是相辅相成。它们出现的原因，我们总结为一个方面，就是行业繁荣时期的产能过剩。在行业繁荣时期，同一行业内会出现很多公司，由于行业的蓬勃发展，它们均可以分享行业成长的利润，但是在经济的起飞萧条期，行业矛盾会集中爆发，有很多原来处在边缘的企业会因为需求的萎缩或者某方面的原因退出市场，腾出一部分刚性的市场需求转移到优势企业。所以这个阶段过剩的产能是最容易引发并购的。中国现在已经有相当多的产业进入了产业发展的第三阶段，成熟阶段，在这个阶段的企业主要发展策略就是实施并购，我们后面在例证中给出的行业大多属于这一类。

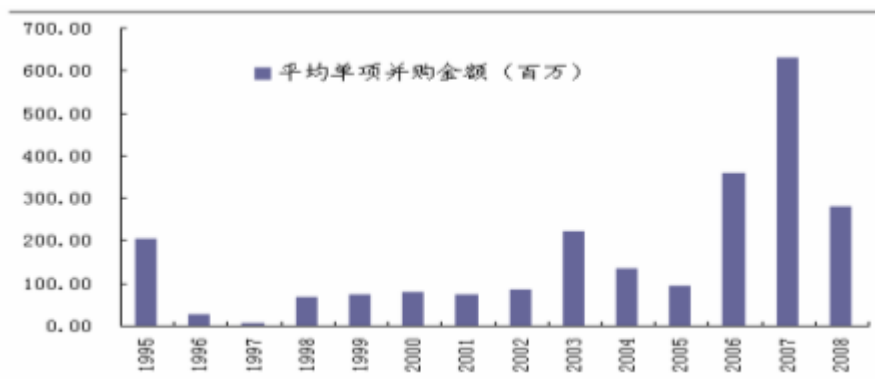
图：产业生命周期与产业生命演进



资料来源：长江证券研究部

从A股历史上的并购情况来看，经济正在趋向大型化。在1995年时，单项并购金额平均为2亿人民币，在1996-2002年这期间平均单项并购金额没有超过1亿，从2003年开始，也就是经济进入起飞阶段后，单项并购金额突飞猛进，在2006、2007年分别达到了3亿和6亿。

图：A股平均单项并购金额



数据来源：长江证券研究部

同时，商业创新的原动力也是为了从竞争中突围，我们曾经在中期策略中强调，流程创新是长波衰退与萧条创新的主流，产品的创新则是长波回升与繁荣的主流，所以这种商业的创新

大部分的表现形式是业务流程的创新，比如说网络企业、零售企业的创新。商业创新背后还有一个推动力，由于处在衰退与萧条阶段的经济需求下降，因此降低商业流通的成本节约实际支出成为受消费者欢迎的一种方式，试想，在经济繁荣期人均收入见涨，薄利多销的策略很难得到很大的发展。

最后一点是全球化。全球化也有很多原因，这里面的代表性行业是能源、制造和金融服务。能源行业其实代表了一类这样的行业，由于资源约束，它们在国内寻找资源的可能性越来越小，进而转向海外并购，采取外延式扩张。制造业代表了国内市场出现饱和的这样一类企业，由于需求的瓶颈迫使企业向外寻找成长的动力。这几年国内企业的海外并购增多就是属于这一类，特别是白电企业。金融服务业的海外扩张是一种被动式扩张，实际上国内的发展空间也是非常大的，为什么转向国外呢？这正是国内企业海外扩张的一种表现。金融企业必然伴随着其他类型企业的出海而向外发展，这个阶段的海外扩张也是为了服务本国企业。

公司繁荣的这个三个方向中，有两个属于投行主导的方向，一个是并购，一个是全球化。这里说的投行主导，并不是说投行主导企业的发展方向，而是由投行主导资本市场的发展。在经济转型时期的股票市场中，热点不断转换，而整体趋势性上涨机会并不大，所以无论是买指数基金还是组合投资，很难获取超额收益，这里面获取超额收益的关键点就在于寻找可能发生产业变动的标的，这对二级市场的投资者来说无疑是一件难事。不过，事实上还是有章可循的。2006年底公布的央企整合行动还远未实施，在2010年以前这样的机会还会一直存在，在其他领域比如食品、航空、钢铁，由于突发事件频发也会触发一些并购机会。

最后要强调一点，在情况下的投资策略，除了自下而上选股外，也需要一定的耐心，而且投资者还面临着诸如并购失败这样的风险，因此控制风险始终需要放在第一位。

分析师介绍

周金涛，南开大学经济学硕士，现任长江证券研究部副主管，长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。

张凡，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部高级策略分析师，研究领域为国际市场与市场策略，选股与对冲策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场

中性： 相对表现与市场持平

看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推荐： 相对大盘涨幅大于 10%

谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。