

主题投资的时代：中级反弹的延续

报告要点

■ 春节前后看好 A 股市场

从 11 月份以来，基于对经济 and 政策的理解，我们一直维持中级反弹的判断，上证指数从最低 1664.93 点，最高反弹至 2100.81 点，反弹幅度达 26%。根据我们之前一贯的判断，这轮持续 2 个月的反弹是基于 PPI 见顶后经济触底的预期，以及由政策转向所引起的经济刺激所造成的，但是政策的落实和见效还需要时间，不断出台的政策也需要累积效应，这中间势必会造成市场的反复。不过春节前后我们还是总体看好市场。

■ 主题投资助力中级反弹

当前的市场热点很明显集中在主题投资的个股上，目前的主题主要是医改、迪斯尼、央企整合、货币政策预期，此外还有就是中小市值里的次新股。目前医改的机会不好把握，纲领比较宏观，所以近期医药股出现了普涨，一旦有细则出台，则个股会产生一定的分化。对于迪斯尼的影响，主要集中在上海本地股上，而且这个影响会持续数年。迪斯尼是上海另外一个重要的发展机遇，虽然现在迪斯尼项目还未开工，但是资本市场对此已经有所反应，投资者对此也寄予较高的期望。

■ 迪斯尼概念具有长期效应

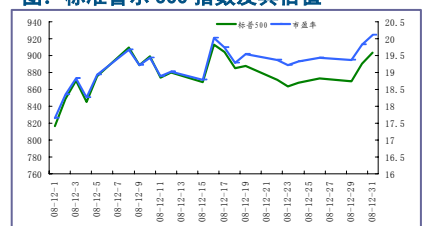
迪斯尼的建设周期比较长，预计为 5-7 年的时间，建成前后对经济的拉动是相当可观的。我们认为迪斯尼项目和世博会一起可能构成上海经济起飞的契机。根据香港的经验，迪斯尼对于旅游、商业零售的拉动是最客观的，而对固定资产投资拉动则是一次性的，对于交通来说也具有一定的影响，但主要影响最大的还是旅游、百货零售。同时，迪斯尼对资本市场的影响是长期的，投资者有望享受一段长期的投资机会。

■ 世博会和迪斯尼对房地产有明显的拉动

日本是在 1985 年举办了筑波世博会，其在 1985 年前商业和住宅用地价格呈现上涨趋势，但是在 1985 年茨城县房地产价格达到局部的高点，而后在 1986 年出现了低谷效应。从日本的迪斯尼经验来看，千叶县的地产价格在 1983 年前出现了上升势头，而在迪斯尼项目建成后，维持在 1983 年的价格长达 2 年。其他地区在 1985 年世博之前房价一直维持上升势头，迪斯尼对千叶县的地产价格也产生了一点“低谷”效应。

相关图表、数据

图：标准普尔 500 指数及其估值



数据来源：长江证券研究部

分析师：张凡

8621-63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

8621-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

对 A 股市场的思考

从 11 月份以来，基于对经济 and 政策的理解，我们一直维持中级反弹的判断，上证指数从最低 1664.93 点，最高反弹至 2100.81 点，反弹幅度达 26%。根据我们之前一贯的判断，这轮持续 2 个月的反弹是基于 PPI 见顶后经济触底的预期，以及由政策转向所引起的经济刺激所造成的，但是政策的落实和见效还需要时间，不断出台的政策也需要累积效应，这中间势必会造成市场的反复。

按照我们在经济底部区域的判断，经济应该呈现双底走势，而股市也将出现双底走势，只不过股市会领先经济 3-6 个月的运行。从种种迹象来看，目前中国的实体经济正在底部区域，比如说 2 月份武钢的调价就反映了这种情况，同时由于区域经济的建设，我们对于局部地区的产业还是有信心，再比如西北地区的水泥产业。所以总体上看这轮反弹的预期是可以得到实现的。但毕竟影响股票市场的因素很多，1 季度上市公司面临着披露年报和季报，从预披露的情况来看，2008 年上市公司总体业绩不容乐观，这定会对市场产生一定的冲击，不过这是市场预料之中的事情，只不过实际情况能坏到什么程度还不得而知，因此对市场总体产生的冲击并不会太大。

当前的市场热点很明显集中在主题投资的个股上，目前的主题主要是医改、迪斯尼、央企整合、货币政策预期，此外还有就是中小市值里的次新股。次新股是历来市场炒作的热点，次新股由于刚上市不久，业绩变化相对较小，同时又是行业龙头，在这轮调整中杀跌也比较狠，所以比较容易受资金追捧。对于主题投资，我们认为有几个比较重要的投资机会。目前医改的机会不好把握，纲领比较宏观，所以近期医药股出现了普涨，一旦有细则出台，则个股会产生一定的分化。对于迪斯尼的影响，主要集中在上海本地股上，而且这个影响会持续数年。

迪斯尼是上海另外一个重要的发展机遇，虽然现在迪斯尼项目还未开工，但是资本市场对此已经有所反应，投资者对此也寄予较高的期望。迪斯尼的建设周期比较长，预计为 5-7 年的时间，建成前后对经济的拉动是相当可观的。我们认为迪斯尼项目和世博会一起可能构成上海经济起飞的契机。根据香港的经验，迪斯尼对于旅游、商业零售的拉动是最客观的，而对固定资产投资的拉动则是一次性的，对于交通来说也具有一定的影响，但主要影响最大的还是旅游、百货零售，同时，迪斯尼对资本市场的影响是长期的，投资者有望享受一段长期的投资机会。我们统计了香港迪斯尼项目签约开始到开业这段时间内的一些行业公司收益率情况，累积收益率是从提前启动时间到 2005 年 9 月 12 日来计算的。

表：行业公司累计涨幅排名

排名	公司	累计收益率截止到 2005 年 9 月 12 日	提前启动时间	行业
1	英皇娱乐酒店	3630.77%	1 年	酒店娱乐
2	银河娱乐	968.63%	1 年	酒店娱乐
3	周生生	334.42%	2-3 年	商业零售
4	信和置业	289.47%	3 年	商业地产
5	嘉里建设	215.79%	3 年	基建
6	金利来集团	195.24%	2-3 年	商业零售
7	香格里拉	141.18%	2-3 年	酒店娱乐
8	长江基建集团	80.71%	3 年	基建

9	地铁公司	57.97%	2 年左右	交通运输
10	国泰航空	33.06%	2 年左右	交通运输

数据来源：长江证券研究部

上海迪斯尼与香港迪斯尼有较大的不同点。除了园区规划现在未知外（不过预计主要设施项目没有太大的变化），上海迪斯尼项目占地面积更大，未来接纳的游客数量可能更多，由此酒店、交通和百货零售业等行业将明显受益。

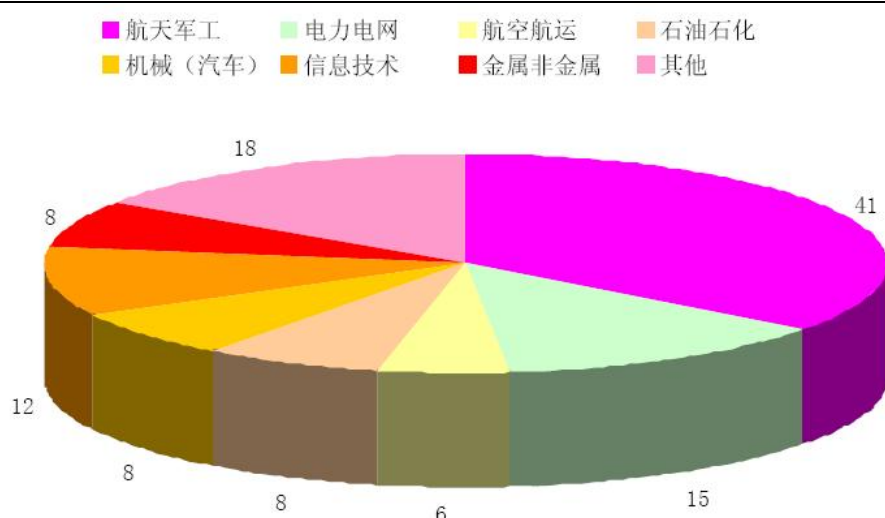
表：迪斯尼可能带来的商业机会

业务	可能的商业机会	上海本地股
影视娱乐	出版印刷	新华传媒
媒体网络	有线电视、互联网	东方明珠、广电信息
主题乐园和游乐场	地产、建筑	陆家嘴、浦东金桥、外高桥、张江高科、中华企业、界龙实业、上海建工、浦东建设、隧道股份、申通地铁
相关消费产品	玩具生产以及其他	龙头股份、中国铅笔、九龙山、海欣股份、申达股份
特许经营	品牌授权、广告等	新世界、百联股份、豫园商城、锦江股份、益民商业、友谊股份、上海九百等

资料来源：长江证券研究部整理

还有一类主题投资是央企的机会。2006年底国资委首次明确七大行业将由国有经济控制，并提出到2010年培育出30至50家具有国际竞争力的大企业集团，以贯彻中央经济工作会议提出的“以提高竞争力和控制力为重点深化国企改革”。从我们对53家大型骨干型央企的跟踪来看，他们无疑位于中央着力控制和培育的30至50家大企业集团之列，其旗下涉及的上市公司数量达到116家（行业分布如下图）。

图：央企的行业分布



数据来源：长江证券研究部

根据我们的统计，全部159家央企直接或间接控股的上市公司总数为185家（请详见我们二月份的报告《三重角度锁定可能的资产注入》），由此也可见53家骨干型央企旗下上市公司的

份量。

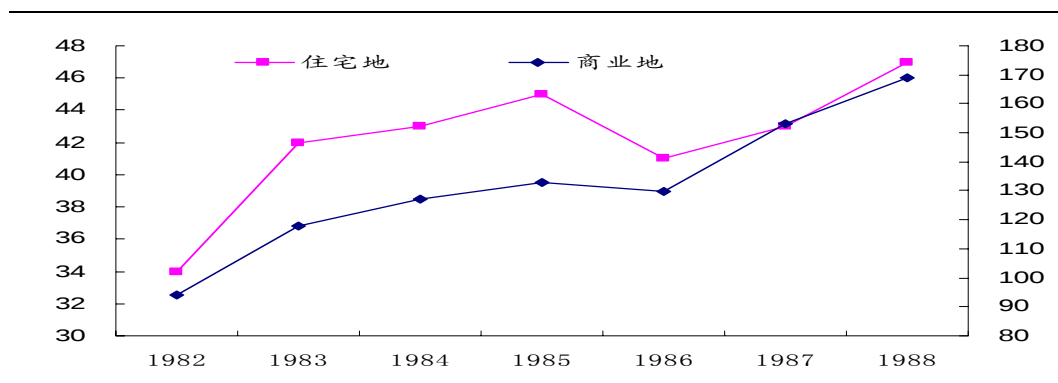
53 家央企大多属于国家明确控制的七大行业，如航天军工、石油石化、民航、航运、电信、煤炭、电网电力，以及一些支柱产业（建筑）和高新技术产业（信息技术行业为主）的重要骨干企业。我们预计，这 53 家央企将是未来央企整合的主力军，一方面他们自身将积极进行资产整合并实现整体上市，另一方面，他们也将担负整合行业内其他央企的重任。中航集团、攀钢集团以及中铝都是这方面的代表。我们认为随着 2010 年的临近，在股票市场低迷的时候，这个主题将会贯穿今年一年的投资机会，也会成为少有的市场热点之一。

投资参考： 世博会和迪斯尼对房地产价格的影响

世博会

日本是在 1985 年举办了筑波世博会，筑波是在日本的茨城县，其在 1985 年前后的商业和住宅用地价格变化如下图。在 1985 年有一个很明显的转折，虽然在整个 80 年代来看，日本的房地产价格都呈现上涨趋势，但是在 1985 年茨城县房地产价格达到局部的高点，而后在 1986 年出现了低谷效应。

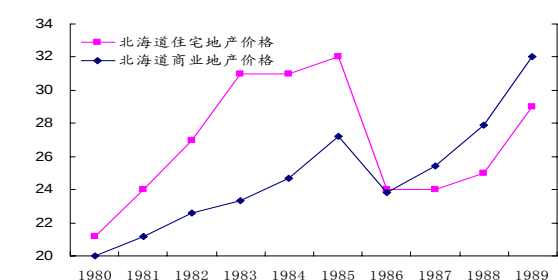
图：茨城县在 1985 年前后的住宅和商业用地价格变化



数据来源：长江证券研究部

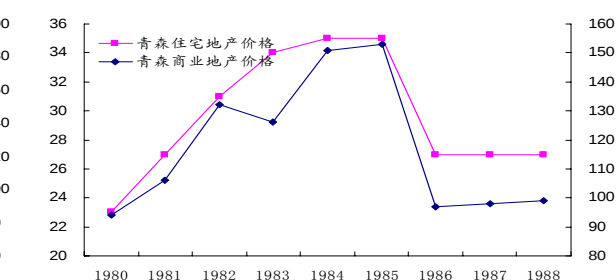
但是这个现象不仅仅发生在茨城县，因为日本国土面积较小，我们发现其他地区也有类似的低谷效应。

图：北海道住宅和商业地产价格



数据来源：长江证券研究部

图：青森住宅地产和商业地产价格



数据来源：长江证券研究部

但是相对来说由于世博会的后续影响，茨城县房地产价格回落幅度最小，我们把日本各地的房地产价格变动幅度列于下表。

表：日本 1985、1986 年各地房地产价格及变动幅度

地区	1985 住宅	1986 住宅	变动幅度	1985 商业	1986 商业	变动幅度
北海道	32	24	-25.00%	132	98	-25.76%
青森县	35	27	-22.86%	153	97	-36.60%
岩手县	38	30	-21.05%	97	77	-20.62%
宫城县	44	37	-15.91%	216	253	17.13%
秋田县	33	24	-27.27%	129	92	-28.68%
山形县	31	28	-9.68%	94	80	-14.89%
茨城县	45	41	-8.89%	133	130	-2.26%
千叶县	108	91	-15.74%	337	333	-1.19%
东京都	297	431	45.12%	1894	4211	122.33%
神奈川	163	170	4.29%	464	628	35.34%

数据来源：长江证券研究部

注：选取部分县为例

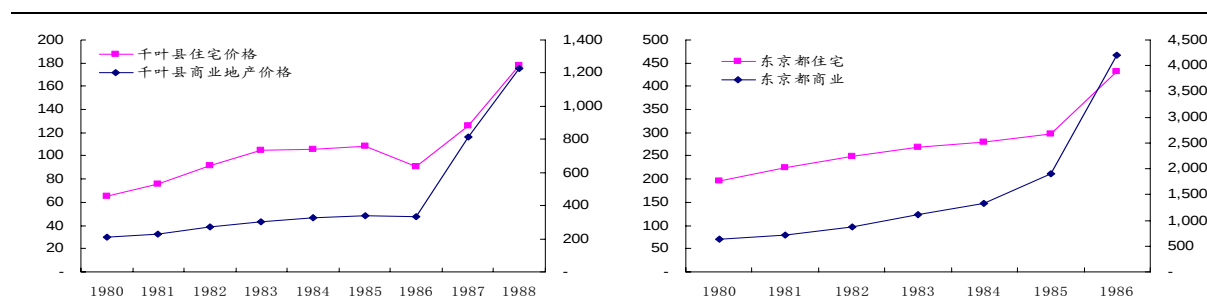
我们发现除了东京圈的东京都县和神奈川县，在其他县市中房地产跌幅最小的是茨城县，而东京圈在世博会后的房价出现大涨，是与日本 1986 年 12 月到 1991 年 4 月的房地产泡沫有关，我们看到其他地区在经过 1986 年的调整之后房价也出现了回升。

迪斯尼

日本东京迪斯尼是在 1983 年开业。虽然说是东京迪斯尼，但实际上迪斯尼是在东京圈的千叶县，我们看到千叶县的地产价格在 1983 年前出现了上升势头，而在迪斯尼项目建成后，维持在 1983 年的价格长达 2 年。其他地区在 1985 年世博之前房价一直维持上升势头，迪斯尼对千叶县的地产价格也产生了一点“低谷”效应。

图：千叶县的房地产价格

图：东京都的房地产价格



数据来源：长江证券研究部

分析师介绍

张凡，上海财经大学金融数学硕士，北京航空航天大学理学院数学系，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。