

李彦霖 张忆东

策略研究员

021-3856 5943

liylin@xyzq.com.cn

钱往何处去

2009年4月27日

报告关键点

IPO 未必是行情的终结者

资金属性影响下，风格未必能成功向大盘股切换

依然看好 A 股行情，持仓结构专项可选消费、金融、区域热点。密切跟踪猪流感升级风险

相关报告

20090409《看多，宏观数据改善的受益者》

20090402《按复苏找机会，可选消费和科技》

20090323《复苏萌芽，继续看多》

20090319《美股中级反弹催生 A 股机会》

20090223《行情没有结束》

20090213《拉斯普京行情》

20081120《无畏的希望》

投资要点

- IPO 未必是行情终结者。预期中越恐怖的打击，成为现实时冲击力越小。06 年 6 月，股改后第一支新股发行，也令市场短期震荡，但跌幅不到 10%，调整时间仅 1 个月。现流行的三种发行改革方案对二级市场有利。
 - “市值配售”，吸引大量长期游离在一级市场的打新资金进入二级市场，为二级市场提供资金增量，而非分流；
 - “帐户摇号”，降低机构的中签率，询价结果可能较以往低，促使二级市场参与新股的收益提高，推动二级市场发展，避免新股发行前大量资金冻结造成二级市场和货币市场大幅波动的情况；
 - “人手 X 股”，同帐户摇号一样，甚至更大地调动中小散户的投资热情，降低机构中签率。
- 从资金供给看，风格未必能成功向大盘股切换。建议在小盘股估值溢价偏高时，关注流动性较好的中盘股。小盘股充分调整之后，可能再度成为焦点。
 - 目前的资金结构与 530 前后不同，基金的规模没有明显增长，甚至由于投资者解套赎回的操作，规模有所缩小。
 - 更进一步，基金等机构投资者对大盘股的控制力也在削弱。由于大量限售股进入流通期，基金等机构投资者持股比例在缩小。对于 2007 年中期报告和 2009 年一季报，大部分基金重仓股的机构持股比例都大幅缩水。
- 在政策红利、流动性充裕、宏观数据改善等行情驱动力还没有完结的判断之下，我们依然看好 A 股行情，行情仍有上升空间，并将进入泡沫区。
- 沿着受益经济复苏的行业和政策红利的主线，结合估值，建议持仓结构转向可选消费（旅游酒店、商业、食品饮料、家电、房地产、信息服务、出版传媒等）、金融（证券、保险、银行、信托）、新的经济增长点（信息技术、新能源、现代服务、生物医药等）、区域热点（上海世博倒计时一周年等）。
- 风险提示：猪流感演变为类似 SARS 冲击的可能性。

目 录

回顾：纠结的流动性	- 3 -
IPO：未必是行情终结者	- 4 -
“市值配售”：推进二级市场繁荣	- 4 -
“帐户摇号”：资金流动减弱	- 4 -
“人手 X 股”：实施难度较大	- 4 -
钱往何处去？	- 5 -
投资策略：等待行情进入泡沫区	- 8 -

图 1 兴业证券策略重要观点回顾	- 3 -
图 2、07 年至今基金规模变化	- 5 -
图 3、周新增股票账户数有所回升	- 6 -
图 4、A 股持仓帐户数有所回升	- 6 -
图 5 猪流感疫情地图	- 8 -

表 1：基金重仓股持股比例对比	- 6 -
-----------------------	-------

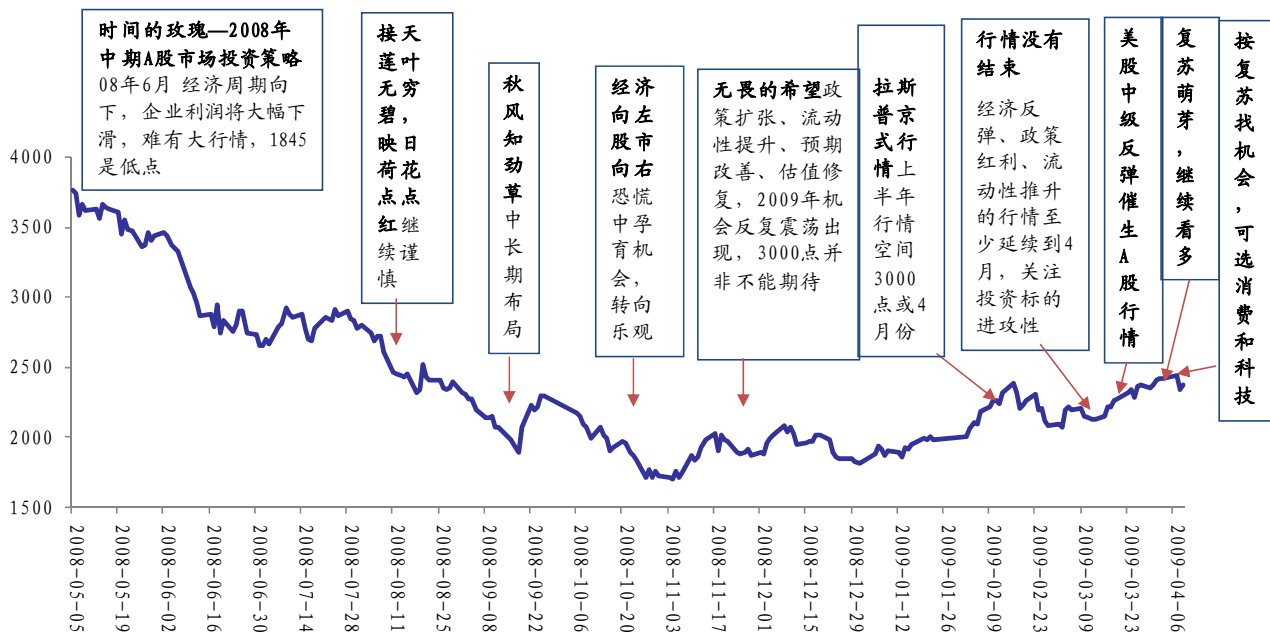
回顾：纠结的流动性

自2008年10月以来，我们一直举着看多的大旗。期间遭遇过种种质疑和波折，但是，因为支持我们逻辑的关键因素并没有改变（政策红利、流动性充裕和经济复苏渐明朗），我们一直坚持着年度策略以来的判断。站在这一刻回望，我们是对的。

现在，质疑的声音再起，盛宴结束了吗？对于经济复苏的观点，市场已基本取得一致。很多投资者反复纠结的问题，是流动性。上周，一则IPO重启传言再度让市场忧心忡忡。

对于此，我们认为，流动性仍将保持充裕状态。宏观经济的流动性，我们在上期策略报告《看多，宏观数据改善的受益者》中已做分析，现阶段的经济复苏，如人大病初愈，政策“拐杖”不能丢，流动性扩张，依然是中国政府主动的选择。银行信贷投放的马太效应，势必导致结构性流动性过剩，在实体经济活动并不旺盛的情况下，资金可能继续向A股市场溢出。本期，我们聚焦资本市场的流动性，即IPO重启对市场会有多大的影响？钱往何处去？

图1 兴业证券策略重要观点回顾



资料来源：兴业证券研发中心

IPO：未必是行情终结者

融资是资本市场的基本功能，不可能永远封住，对此，投资者均有预期。预期中越恐怖的打击，成为现实时冲击力越小。06 年 6 月中旬，股权分置改革后第一支新股发行，也令市场短期震荡，但跌幅不到 10%，从 5 月 16 日步入震荡算起，调整时间 1 个月。此后，申购新股反而为投资者提供了新的赚钱模式，新股效应之下，市场整体估值不断抬高。

此次，IPO 的重启也将伴随着制度的改革。我国现行新股发行制度，是面向机构投资者的累积投标询价机制，以资金量的大小为配售新股的最主要原则，机构投资者可以同时参与网下配售和网上现金申购，因此利益分配上向机构投资者倾斜。由此，造成了新股不败以及巨额资金打新等问题。

目前，市场主要流行三种对于现行发行制度的改革方案。

“市值配售”：推进二级市场繁荣

原有市值配售是针对二级市场投资者的流通市值进行的新股发行方式，自 2002 年 5 月至 2005 年实行。按投资者持有上市流通股票的市值的配售股份，投资者每持有 1 万元上市流通股票市值可申购 1 千股新股。

倘若恢复市值配售，将吸引大量长期游离在一级市场的打新资金进入二级市场，为二级市场提供资金增量，而非分流。2002 年 6 月 13 日，市场全面实行 A 股流通市值配售发行新股，制度实行后指数出现大幅飙升。

“帐户摇号”：资金流动减弱

若采取该方案，将激发散户开户热钱，降低机构的中签率。因此，一方面，机构投资者需在二级市场上买入，询价结果可能较以往低，促使二级市场参与新股的收益提高，推动二级市场发展。另一方面，帐户摇号有利于避免新股发行前大量资金冻结造成二级市场和货币市场大幅波动的情况。

“人手 X 股”：实施难度较大

目前沪深 A 股账户数已达 1.2 万亿，若遇股本较小的股票发行，将面临着如何分配股份的困难，实施起来难度较大。若实施，同帐户摇号一样，甚至更大地调动中小散户的投资热情，降低机构中签率。

钱往何处去？

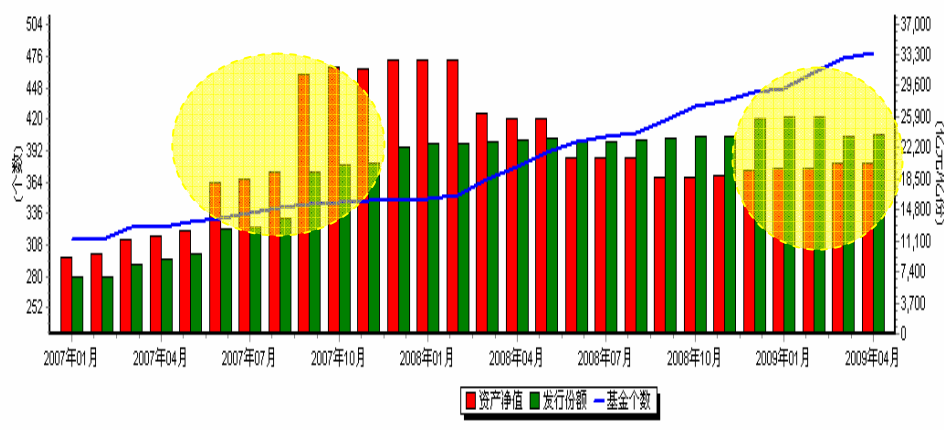
2008年10月以来的这波行情，小盘股一直遥遥领先，估值相对中大盘股的溢价也到了比较高的位置。我们在前几期报告中，反复推荐由“小”到“大”风格的切换。但是，近期观察来看，切换一直不成功。这可能与参与资金特性有关。

目前的资金结构与530前后不同，基金的规模没有明显增长，甚至由于投资者解套赎回的操作，规模有所缩小。与之相比，这轮行情中个人投资者资金增加更快。周新增股票帐户数和持仓帐户数都有所上升。

更进一步，基金等机构投资者对大盘股的控制力也在削弱。由于大量限售股进入流通期，流通股本迅速增大，基金等机构投资者持股比例在缩小。对于2007年中期报告和2009年一季度，大部分基金重仓股的机构持股比例都大幅缩水。

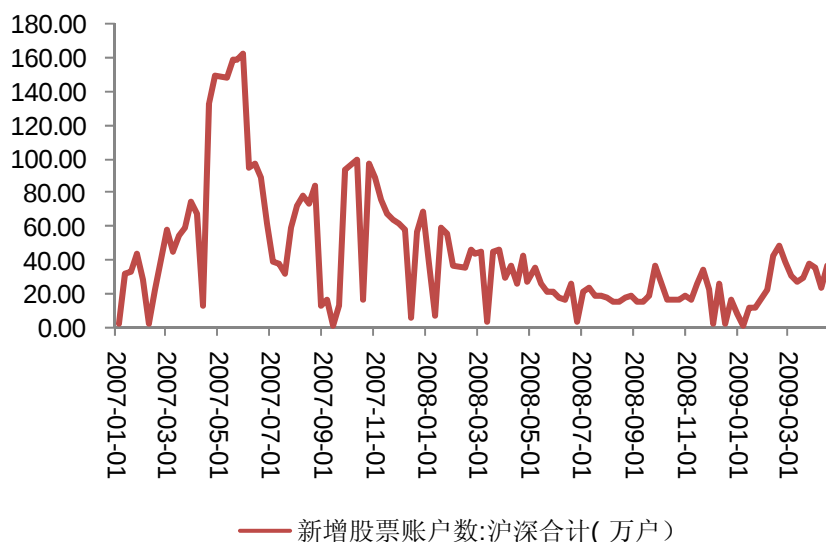
因此，从资金供给看，风格未必能成功向大盘股切换。建议在小盘股估值溢价偏高时，关注流动性较好的中盘股。小盘股充分调整之后，可能再度成为焦点。

图2、07年至今基金规模变化



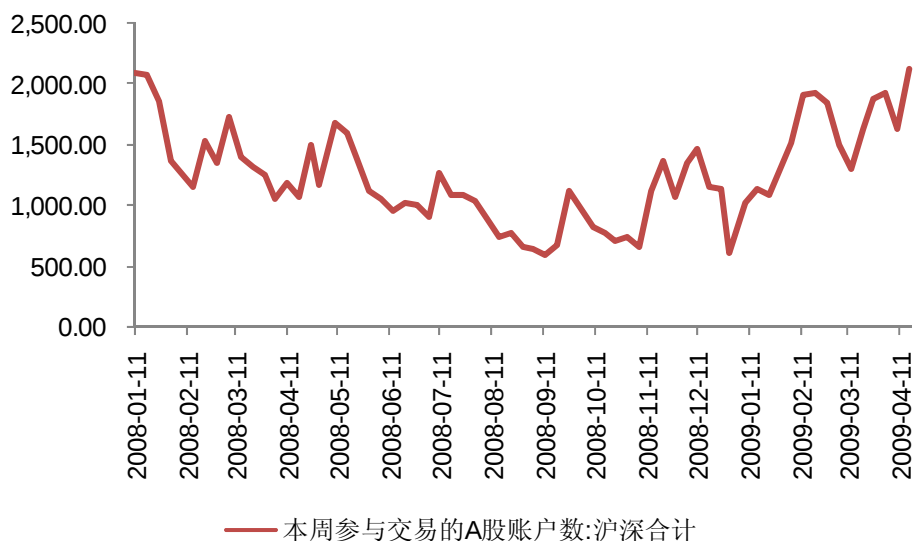
数据来源：WIND，兴业证券研发中心

图 3、周新增股票账户数有所回升



数据来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 4、A 股持仓帐户数有所回升



数据来源: WIND, 兴业证券研发中心

表 1: 基金重仓股持股比例对比

证券代码	证券简称	机构持股比例合计	机构持股比例合计
		2007 中期 (%)	2009 一季 (%)
601318.SH	中国平安	63.6735	23.6257
600000.SH	浦发银行	63.9058	31.9981
600036.SH	招商银行	53.1749	62.8694
600030.SH	中信证券	66.7385	18.2003
600519.SH	贵州茅台	72.0374	62.5711
601166.SH	兴业银行	61.0777	17.8168
002024.SZ	苏宁电器	69.0627	36.3674
600089.SH	特变电工	56.692	48.7912

000792.SZ	盐湖钾肥	66.2233	45.4834
600048.SH	保利地产	64.034	44.5544
600016.SH	民生银行	40.3186	48.2448
000651.SZ	格力电器	67.2312	24.4712
601398.SH	工商银行	12.3018	13.1222
600050.SH	中国联通	17.2213	11.2122
000063.SZ	中兴通讯	56.8518	64.927
600900.SH	长江电力	43.6929	13.9762
601628.SH	中国人寿	50.0905	28.8081
002202.SZ	金风科技		36.4177
600583.SH	海油工程	73.2844	79.4968
600739.SH	辽宁成大	39.3381	25.7664
600028.SH	中国石化	36.8192	4.7214
000024.SZ	招商地产	76.3184	37.3007
601601.SH	中国太保		33.6201
600015.SH	华夏银行	31.5543	19.5652
601088.SH	中国神华		17.822
000157.SZ	中联重科	68.9665	20.5135
601169.SH	北京银行		8.2797
601328.SH	交通银行	13.3696	6.0809
600585.SH	海螺水泥	82.7519	70.6974
600383.SH	金地集团	69.5026	37.3801
600875.SH	东方电气	73.9902	49.3528
600325.SH	华发股份	50.0438	52.9075
601006.SH	大秦铁路	43.3589	11.3823
000983.SZ	西山煤电	61.5999	22.0328
600005.SH	武钢股份	47.1301	32.245
000895.SZ	双汇发展	58.8177	41.3489
600276.SH	恒瑞医药	90.0442	63.1168
600895.SH	张江高科	43.633	13.2695
600031.SH	三一重工	54.1488	72.0836
600309.SH	烟台万华	75.8425	33.358
600550.SH	天威保变	18.8635	30.3207
000568.SZ	泸州老窖	71.1712	18.0899
000002.SZ	万科A	55.1867	36.7907
000001.SZ	深发展A	33.4814	46.1799
000069.SZ	华侨城A	72.8778	38.4484

资料来源：WIND，兴业证券研发中心

投资策略：等待行情进入泡沫区

在政策红利、流动性充裕、宏观数据改善等行情驱动力还没有完结的判断之下，我们依然看好 A 股行情，行情仍有上升空间，并将进入泡沫区。

沿着受益经济复苏的行业和政策红利的主线，结合估值，建议持仓结构转向可选消费（旅游酒店、商业、食品饮料、家电、房地产、信息服务、出版传媒等）、金融（证券、保险、银行、信托）、新的经济增长点（信息科技、新能源、现代服务、生物医药等）、区域热点（上海世博倒计时一周年等）。

我们也在思考，看多的风险点在哪里？

近期，猪流感的发展态势需要密切跟踪。猪流感爆发在墨西哥，与美国相当接近。若传播态势失控，掀起类似 SARS 的危机，可能令刚有一丝暖意的美国消费雪上加霜，从而拖累中国和世界经济。

从目前的情况看，猪流感的影响尚不剧烈。由于其高发期在春天，现已近 5 月，或有助抑制猪流感的传播。

图 5 猪流感疫情地图



资料来源：网易，兴业证券研发中心

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业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。