

择机而动

A 股策略周报

2009 年 8 月 17 日

李俊

电话: 021-50588666-8109

邮箱: lijun@ccnew.com

联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

● 市场看法:

1) 机构投资者减仓、散户投资者在趋势出现变化后出现恐慌性抛盘是估值偏高的市场出现大跌的原因。从侧面来看, 我们判断A股市场资金供给在短期内出现不足。后期市场的推动力由流动性向盈利改善转化, 而在企业盈利没有超预期之前, 市场大幅向上的空间有限。

2) 我们认为市场调整的趋势虽在, 但杀跌动能已日渐衰竭。短线来看, 本周周中出现反弹的概率在逐渐加大。后期市场走势还需要观察趋势的力量, 一旦乐观的预期发生转变, 在政策面没有出现具体的呵护举措之前, 投资者不要低估可能出现的调整空间。

● 行业配置建议:

金融服务、商业贸易、食品饮料、信息设备以及医药生物板块。

● 配置逻辑:

1) 我们倾向于认为A股市场正在由流动性推动向实际盈利的提升演变, 下一阶段投资者关注的焦点会转移至盈利能力相对稳定的板块。

2) 我们认为金融服务、商业贸易、食品饮料、信息设备以及医药生物板块在2009年业绩同比增速分别为11%、21%、60%、28%以及27%, 更为积极的是, 这些板块在2010年的业绩会继续维持正增长。

3) 鉴于市场继续冲高可能暂时告一段落, 在历经震荡向下寻求支撑的过程中, 业绩稳定的品种具备一定的防御性。

1 A股市场

1.1 上周A股市场运行情况

上周上证综指收市报3046.97点，全周下跌6.55%；深证成指收市报12499.75点，全周下跌3.66%。与此同时，两市成交量继续萎缩，指数下跌对个股杀伤力明显加强。

我们认为，机构投资者减仓、散户投资者在趋势出现变化后出现恐慌抛盘是大跌的主要原因。从侧面来看，我们判断A股市场资金面在短期内明显不足。后期市场的推动力由流动性向盈利改善转化，而在企业盈利没有超预期之前，市场继续向上的空间有限。

1.2 本周A股市场运行判断

我们在上周策略周报中指出：如果3174点被有效击穿，相信会有更多的恐慌盘涌出。如果市场选择这样运行，那么调整的空间将会拉大。不幸的是，我们的判断确实被市场所验证。

我们认为，在指数相继击穿3200点、3100点两个整数关口后，市场调整的趋势虽在，但大幅杀跌动能已日渐衰竭，短线企稳出现反弹的概率逐渐加大。

但另一方面，即便出现反弹，后期市场的走势仍不确定：1）宽松的货币政策开始微调，投资者心理已产生微妙的变化。2）房地产销售出现环比下滑，虽然可能是季节性的回调，但“金九银十”的乐观预期能否实现，也需要时间的检验。3）仓位高启的公募基金面临较大的赎回压力。上周保险开始赎回达80亿元的ETF基金，我们相信在经历了年初以来的大幅反弹之后，一些心态不稳的散户投资者更容易在市场出现动荡的时候选择赎回。4）股票供给方面，招商银行配股超150亿元，每周2-3家的新股IPO均给市场的资金面带来一定的压力。

我们认为，A股市场的投机氛围比较浓厚，市场走势主要看趋势的力量。一旦乐观的预期发生转变，在政策面没有出现具体的呵护举措之前，投资者不要低估可能出现的调整空间。

1.3 本周行业配置

本周行业配置建议超配金融服务、商业贸易、食品饮料、信息设备以及医药生物板块。

配置的逻辑：

1）我们倾向于认为A股市场正在由流动性推动向实际盈利的提升演变，下一阶段投资者关注的焦点会转移至盈利能力相对稳

定的板块。

2) 我们认为金融服务、商业贸易、食品饮料、信息设备以及医药生物板块在2009年业绩同比增速分别为11%、21%、60%、28%以及27%，更为积极的是，这些板块在2010年的业绩会继续维持正增长。

3) 鉴于市场继续冲高可能暂时告一段落，在历经震荡向下寻求支撑的过程中，业绩稳定的品种具备一定的防御性。

2 A股市场的投机——实证结果

A股市场的投机氛围比较浓厚，于是，从实证的角度来分析市场投机显得非常重要，因为这有助于我们形成正确的投资策略。我们将股票市场的回报分为两个部分：投资收益与投机收益。投资收益来源于企业红利和盈利的增长，而投机收益则来自于市场中股票市盈率的变化。

例如，我们以每股10元的价格买入一只股票，每股盈利0.5元，一年分红0.15元。假定盈利与分红以每年7%的速度增长，而且最初的20倍市盈率保持不变。1年之后，每股盈利达到0.535元，所以理论上的股票交易价格为： $0.535 \times 20 = 10.7$ 元，另外，收到红利0.0105元，那就意味着1年后的实际股价将达到10.7105元，年收益率为7.105%，这就是我们的投资收益。

但是，如果市盈率发生了变化，那我们的收益也会不同。如果盈利与红利以同样的速度增长，市盈率从20倍变到18倍，那我们的股票价值只有 $0.535 \times 18 = 9.63$ 元，加上0.0105元的红利，年收益率为-3.595%。我们7.105%的投资收益被-10.695%的投机收益率折损。反之，如果市盈率从20倍扩大到22倍，则年收益率可达到17.805%，因为投机收益扩大了我们的市场回报。

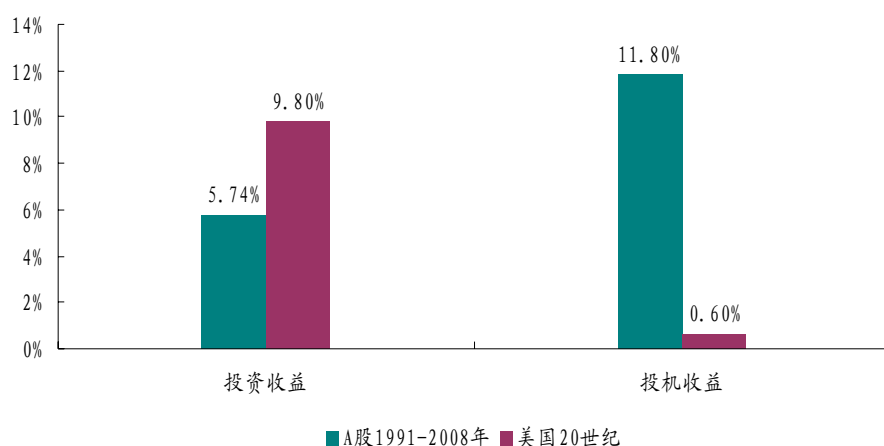
从国外来看，20世纪美国市场的平均年收益率为10.4%：投资收益贡献9.8%，而市盈率的变化只带来0.6%的回报。当然，不同的时间框架中，情况会有所不同。例如，1980-2000年期间，17%的平均年收益率中，7%是来自市盈率的增加。而在70年代的美国熊市中，13.4%的平均年收益率中，投资收益为-7.5%。总体而言，在美国市场，投资较投机更能为投资者带来回报。

从A股市场来看，1991年-2008年A股市场的平均年收益率达到17.28%：投资收益贡献只有5.47%，而投机收益贡献高达11.8%，在投资收益5.47%的贡献分解中，我们发现，企业盈利的增长贡献了4.41%，而企业分红的贡献只有1.06%。这表明A股市场的投资者普遍缺乏理性投资、长期投资的理念，热衷于追逐短期的高额回报，股市投机的气氛比较浓厚。

如此一来，A股市场在投资者的追涨杀跌下出现大起大落也就不难理解了。在投机收益贡献了市场收益率绝大部分的情况下，市场情绪的变化可能把稳定的7.105%年收益率减少至没有价值的-3.595%，也可能推高至可喜的17.805%。

一般来说，投资者可以从市场整体市盈率、市场整体换手率、市场涨跌家数比、封闭式基金折价率、IPO规模与数量、新股上市日涨跌幅以及资金流动等指标来衡量市场投资者情绪的高低。我们认为，投资者情绪指标的高点与低点往往是市场出现阶段性拐点的一个标志。

图 1：中美投资收益率与投机收益率比较



数据来源：中原证券研究所

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。