

策略研究

2010年3月4日

融资融券和指数期货受益蓝筹股分析

- 从长期来看股指期货并不改变市场的整体走势，市场仍然将围绕宏观基本面的状态运行。短期来看，融资融券和股指期货会增加对蓝筹股需求。
- 股指期货和融资融券为投资者提供了做空机制，也带来了长期套利的机会。在这种套利机制下，市场会增加对估值低的大盘股的需求，导致整个市场估值结构进行调整，带来蓝筹股行情。
- 按照股票的当前估值水平、未来成长性以及在沪深 300 指数中的权重等因素，我们选择招商银行、中国平安、浦发银行、海通证券、中国联通、中国石油、大秦铁路、中国建筑、中国南车、冀中能源、燕京啤酒、华菱钢铁作为受益大盘蓝筹股组合。

相关研究报告

《融资融券和指数期货对 A 股市场影响分析》

刘之彦 黄凯军

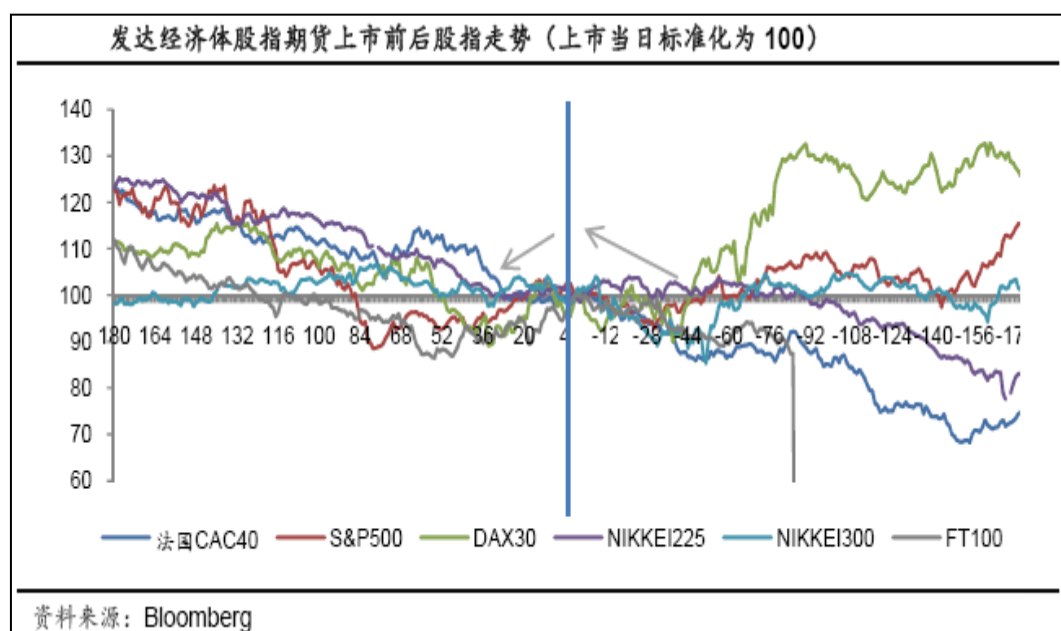
背景:

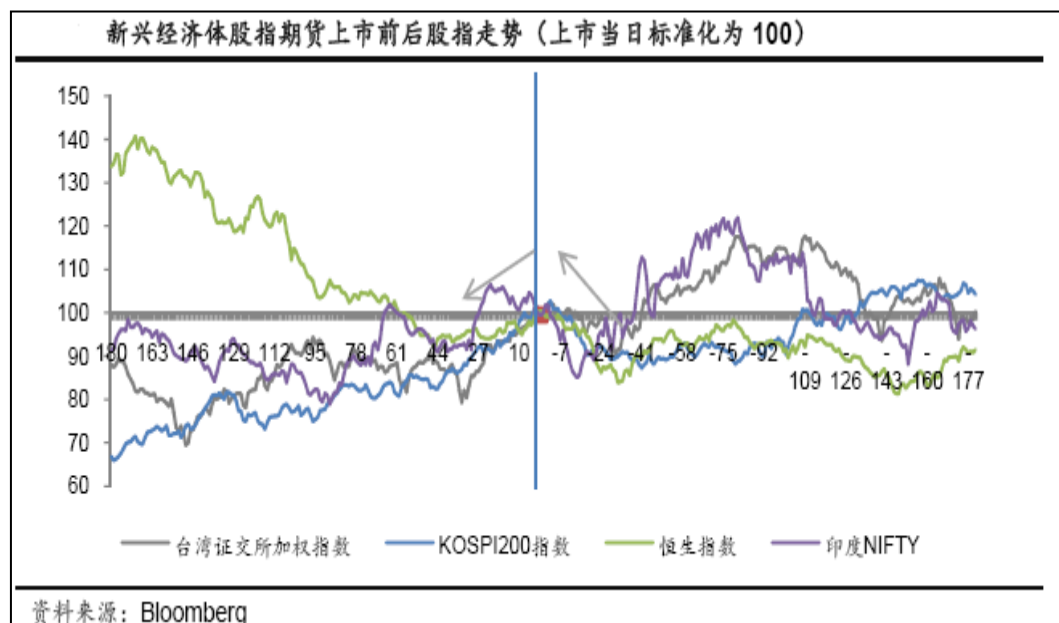
证监会近期公布了以上证 50 指数成分股和深圳 40 成分指数股组成的融券标的券, 并且批复了沪深 300 指数期货合约, 指数期货的开户工作也开始启动, 上述迹象表明指数期货和融资融券即将正式运行。我们认为这项创新对市场格局特别是蓝筹股将产生深远影响。

一、融资融券和股指期货并不改变市场趋势

股指期货是基于股票指数而产生的一种标准化合约, 而融资融券是证券公司对投资者提供的一种信用交易服务, 两者只是依托于证券而产生, 主要作为一种对冲风险和提供杠杆交易、做空机制的工具。除了对证券公司、期货公司和一些相关服务提供商会有一些正面的影响外, 股指期货本身对上市公司的基本面并不会产生任何的改变。

因此, 从长期来看股指期货并不改变市场的整体走势, 市场仍然将围绕宏观基本面的状态运行。从历史上各国股指期货或者融资融券推出时证券市场的表现来看, 股市的中长期表现基本上延续了原来的趋势, 短期也没有出现大涨或者大跌的情况。





二、融资融券和股指期货增加对蓝筹股需求

但是短期来看，融资融券和股指期货会增加对蓝筹股需求。因为对流动性和上市公司风险的要求，融资融券的标的股票肯定是一些股本较大、经营稳健和盈利能力较强的大盘股。上证交易所和深证交易所已经公布的第一批 90 只融资融券标的股基本上是两个市场中间最具代表性的蓝筹股。在融资融券正式推出之后，机构为了开展业务，必须先买入一些相关股票，以便未来客户进行融券，这将增加对这些股票的需求。同时，因为大盘股的流动性好、业绩稳定，他们在融资融券业务中充当保证金时具有更高的折算率，这也会刺激对蓝筹股的需求。

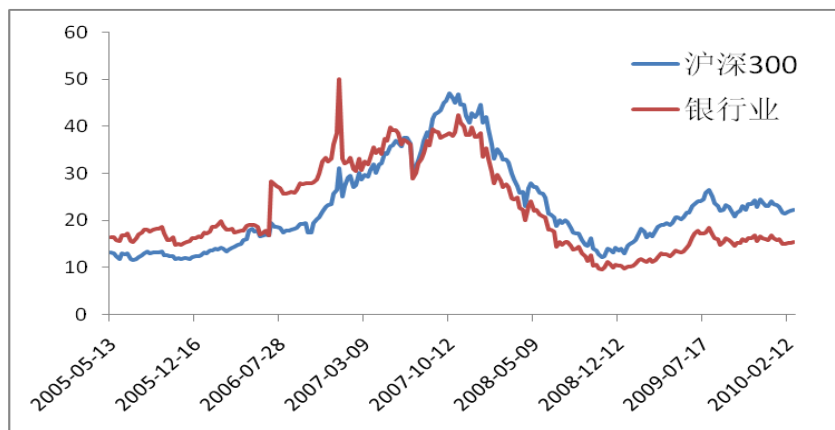
交易所	可充抵保证金证券品种	折算率
上证交易所	上证 180 指数成份股	不超过 70%
	非上证 180 指数成份股	不超过 65%
	被实行特别处理和被暂停上市的 A 股	0
深证交易所	深证 100 指数成份股	不超过 70%
	非深证 100 指数成份股	不超过 65%
	被实行特别处理和暂停上市的 A 股	0

证监会批准的首个股指期货产品为沪深 300 指数期货。目前沪深 300 指数选取的成分股是流通市值较大的 300 只股票，

涵盖了绝大多数大盘股。虽然沪深 300 较上证指数更具有抗操纵性，但是权重大的蓝筹股依然对股指期货有着更大的影响力。一方面，中国的证券市场和投资者还不够成熟，尽管监管部门一直强调不能操纵股指期货价格，但根据以往国内创新产品出来后的投机气氛，一些投机者利用现货市场影响期货价格的现象也许还是会出现。所以，未来一些机构有可能增加对沪深 300 中权重大的股票的配置，进而获得股指期货市场的话语权。

三、做空及套利机制有利于大小盘股的估值差距回归

目前 A 股市场上中小盘股对大盘股的估值溢价处于历史最高水平，中小盘股的平均市盈率已经达到四十倍以上，而超级大盘指数成分股平均市盈率只有 18 倍，银行股只有 15 倍左右。



而这些蓝筹股本身公司情况并不差，甚至今年盈利能力和业绩成长性比大部分小公司还要好，如此巨大的估值差距并不合理。从历史走势来看，每当出现如此大的估值差距时，必然会有缩小的趋势。

股指期货和融资融券为投资者提供了做空机制，也带来了长期套利的机会。假设长期大盘股与中小盘股的估值差距将回归到合理水平，在股指期货和融资融券推出以后，做多相对低估的银行等板块的股票，同时做空股指期货（或是以后推出的其它大盘指数），在相对价格收窄的情况下，必然能取得正的收益。所以在这种套利机制下，市场会增加对估值低的大盘股的需求，导致整个市场估值结构进行调整，带来蓝筹股行情。

四、如何选择收益标的股

如何能够从融资融券和指数期货受益股中找到受益程度较大的股票？我们认为，股票的当前估值水平、未来成长性以及在沪深 300 指数中的权重等因素是必须要考虑的。

1、估值水平

选择标的的估值水平要低于行业估值水平，如果能够同时满足低于沪深 300 成分股的估值水平这更好。估值水平我们选取市净率和市盈率两个指标，考虑从到周期性行业的估值弹性，我们对周期性行业多年业绩进行平滑后估值。

2、权重

如果标的股在沪深 300 指数中的权重过小，将无法体现相关性，因此选择股票时必须考虑权重的大小。

3、行业代表性

选择股票时兼顾行业代表性，主要兼顾是沪深 300 指数权重中各行业的权重比例。

按照以上原则，我们选取了 12 只股票作为融资融券和指数期货受益标的券组合，以下是这 12 只股票具体数据：

证券代码	证券简称	3月4日收盘价	2009年预测市盈率	2010预测市盈率	市净率	总股本（亿股）	流通股本（亿股）
600036.SH	招商银行	16.49	17.24	13.44	3.52	191.2	156.6
601318.SH	中国平安	46.42	32.80	27.42	3.66	73.5	47.9
600000.SH	浦发银行	20.74	13.43	11.16	2.82	88.3	79.3
600837.SH	海通证券	17.20	28.81	25.53	3.27	82.3	40.0
600050.SH	中国联通	6.74	31.21	26.97	1.95	212.0	212.0
601857.SH	中国石油	12.99	20.06	15.45	2.84	1830.2	40.0
601006.SH	大秦铁路	9.79	20.25	17.52	3.02	129.8	129.8
601668.SH	中国建筑	4.38	24.17	17.68	1.89	300.0	120.0
601766.SH	中国南车	5.58	36.51	24.79	3.85	118.4	30.0
000937.SZ	冀中能源	34.90	21.69	15.88	3.67	11.6	7.9
000729.SZ	燕京啤酒	21.05	38.22	27.75	3.36	12.1	5.0
000932.SZ	华菱钢铁	6.49	77.83	15.34	1.19	27.4	11.2

五、受益组合具体点评

1、招商银行

沪深 300 指数权重第一，股价对股指期货影响最大。公司净息差在 09 年下半年已经开始回升，预计今年仍将持续，在上市银行中净息差弹性较高。招行着重发展中小企业贷款和零售贷款，这部分贷款利率高于同业平均水平，利率回升过程中

议价能力也更强。招行融资平台贷款发放较少，市场对银行最为担心可能出现呆账坏账的地方贷款对其影响最小。中间业务一直是招商的特色与优势，未来中国银行业发展必将面临更强的资本约束和利率的市场化趋势，低资本消耗的中间业务将成为银行越来越重要的利润来源，国际上中间业务出色的商业银行估值存在明显溢价。配股融资完成后，资本充足将得到显著提升，再加上超高的拨备覆盖率，预计 2010 年招行业绩将强劲增长。

2、中国平安

人口红利和居民保险意识加强保证行业未来 10-20 年的快速发展。通胀过程中，保险资金中占比最多的债券收益明显上升，而加息周期里利差有望继续扩大。在行业增长较慢的情况下，09 年平安保费仍然保持 30% 以上的增长速度，大大超过行业平均水平。由于 09 年大量的新增保费，平安加大了保费损失准备的计提。同时，部分投资收益作为可供出售的金融资产未体现在利润表中，未来利润有望释放。保险会计新政和员工股大幅减持的影响有限，我们认为市场已经过度反应，反而是买入很好的时机。

3、浦发银行

一直悬在浦发银行上的资本充足率问题随着战略投资者中国移动的进入而得到彻底解决，预计定向增发能够融资 400 亿左右，资本充足率达到 14%，将远高于监管要求和行业水平。09 年被抑制的规模扩张能力将在融资后开始逐渐释放，因为低资本充足率而造成的估值折价也有望得到改变。中移动入股后，将利用浦发的平台进行手机支付的信用卡业务推广，对双方业务都有促进作用。中国移动的手机用户超过 5.2 亿，而手机作为载体来发展移动电子商务未来空间极大，手机支付若能普及将给浦发带来大量中间业务收入，改变目前盈利方式单一的局面。

4、海通证券

融资融券和股指期货推出对券商的盈利能力将会产生深远影响。在成熟的资本市场中，融资业务产生的利差收入和融券业务的手续费收入一直是证券公司稳定的利润来源，融资融券推出后对市场成交量的拉动会使得行业经纪业务也受益，两

者加起来未来可以贡献 30%以上的业绩增长。股指期货推出也将带动公司控股的海通期货公司收入大幅增加。公司净资本居于行业前几名，没有“一参一控”的股权问题，且为参与了融资融券系统测试的十一家券商之一，成为首批融资融券试点券商几乎没有悬念，而且其业绩受创业业务影响弹性较大。公司 09 年自营大量收益并没有体现在利润表中，预计未来将释放出来。

5、中国联通

长期从业绩反转的角度看待公司投资价值：一是形象提升吸引高端客户，iphone 手机引入改变其低端形象；二是产业链成熟带来份额增加，WCDMA 产业链在 3G 制式中最为成熟，良好的体验将带来用户的增加；三是管理加强带来盈利提升，2010 年起一系列内部人事与机构改革将使员工利益和公司利益趋于一致，管理理顺带来盈利能力提升。短期需跟踪 3G 用户的进展，09 年 11、12 月、10 年 1 月 3G 用户分别为 80、92、85 万，低于 100 万/月的预期，预计达到 100 万户/月后将对股价产生积极效应，业绩实质贡献预计要到 10 年下半年。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.19、0.25、0.45 元，给予“推荐”评级。

6、中国石油

中国石油在沪深 300 中权重占到 0.93%，但是在上证指数中中石油的杠杆比例达到 12.56%，具有杠杆效应。09 年全年国际原油价格为 67 美元左右，10 年预计在 75~80 美元之间，在此油价区间，中石油的盈利能力最强。2009 年以来，中石油海内外并购较为频繁，先后在伊拉克、新加坡和日本进行了多次并购，使得公司的石油开采、原油冶炼产业链更加完整，公司盈利能力有望进一步提高。国内汽车销售的爆发式增长将带动对成品油的需求大幅增加。所以考虑公司业绩、市场影响力等因素，我们看好中石油未来前景，“融资融券+股指期货”时代下中石油的影响力会显著增强。

7、大秦铁路

公司以 328 亿元的对价收购太原局剩余营运资产及朔黄铁路 41.16%股权。我们预计资产收购将增厚 2010、2011 的 EPS 幅度分别为 20%、25%。公司未来业绩增长一方面取决于运量的

增长，另一方面取决于运价的提升。从运量来看，煤炭运输方面，我们认为煤炭在未来相当长的时期内仍将会是我国的最主要能源，公司拟定 2010 年计划运煤量为 3.8 亿吨，较 2009 年 3.3 亿吨的运量，高出 15%。未来运价的提升对公司业绩的影响更加直接，目前我国公路整车货运价格在 0.25-0.3 元/吨公里之间，是铁路货运价格的 2-3 倍。长期管控的铁路货运价格随着我国价格体系逐渐理顺，将存在较大的提升空间。

8、中国建筑

目前股价在发行价附近，具有较大安全边际。公司最近接连公告重大合同订单，目前项目储备已经达到 4000 亿以上，未来业绩将快速增长。国家调控房地产的措施是要增加房地产供给，对建筑企业其实是利好，未来中国公共建筑和商用建筑需求仍然非常大。同时公司土地资源储备非常丰富，成本也较低，重估价值巨大。中国建筑正在进行业务转型中，未来公司房地产业务开发存在很大空间，而且“建筑+地产”的盈利模式使得公司相比较其它房地产公司更具备设计、规划、施工上的优势，也有利于压缩成本。预计 10 年、11 年每股收益为 0.28、0.32 元，目前估值非常便宜。

9、中国南车

从战略高度认识高铁的重要性：未来旅客运输量需要高铁，2007 年我国人均出行为 1634 公里，仅为发达国家的 1/8，若达到人均 5000 公里年出行标准，旅客运输量将是 2007 年的 3.01 倍；人口分布需要高铁，我国东中部地区占国土面积的 50%，居住着 12.67 亿人口，完全有能力也非常需要高效的运输工具；能源制约需要高铁，我国多煤少油，若以汽车和飞机为远距离运输工具，石油的对外依赖将是我国经济安全的严重隐患。对公司来说，2010-2012 是动车组交付的高峰时期，也是公司的高成长时期，高铁的长期规划和未来的国外市场也保证了 2012 年之后仍有增长，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.15、0.22、0.32 元，给予“推荐”评级。

10、冀中能源

大股东冀中能源集团资产注入后，使得公司实力大增。煤炭产能和储量均可翻倍，整合后预计 09 年煤炭产量可以达到 2600 万吨，预计 2010 年可实现煤炭产量 3000 万吨，增长 16%

左右。另外，集团实力强大，公司具备未来外延持续扩张的潜力，集团规划到 2010 年，煤炭产量达到 5000 万吨，销售收入 500 亿元；到 2013 年，煤炭产量达到 8000 万吨，销售收入 800 亿元；到 2015 年，煤炭产量达到 1 亿吨，销售收入 1000 亿元。最后，公司业绩对焦煤价格提价较为敏感，焦煤提价 10%，可增厚业绩约 25%。

11、燕京啤酒

公司为中国最大啤酒企业集团之一，目前全国市场占有率达到 12%以上，华北市场 45%，北京市场在 85%以上。从 2010 年 1 月 20 日开始对在北京地区销售的 10 度清爽型啤酒开始提价 10%左右。10 度清爽占公司 2009 年总销量的 12%左右。公司吨酒价格并不高，未来有进一步提升的空间。成长性高于行业均值，09 年公司年报显示其销量同比增长 11.45%，高于行业平均 7%的水平。公司 2010 年计划扩大产能 60 万吨达 610 万吨，2015 年目标达 800 万吨。销量有望进一步增长。2010 年成本基本锁定，毛利率水平有望保持。预计公司 2010-2012 年收入将达 100、124、139 亿元，对应每股收益 0.78、0.86、0.98 元。20 元左右相对安全，给予推荐。

12、华菱钢铁

公司市净率仅为 1.2 倍，为行业最低，具有相对安全边际。今年钢铁行业基本面要好于去年，我们看好建筑钢材以及汽车板材系列，其次就是管材。按照目前原料成本核算，目前公司螺纹钢每吨仍有 100 多元的利润，管材也能盈利。华菱钢铁是区域内钢铁行业龙头，2008 年粗钢产量 1137 万吨，约占湖南粗钢总产量的 79%。公司 75%的矿石是进口，进口矿中 90%是长期协议矿。此外，集团洞口矿业未来两年预计可以提供几十万吨的铁精粉能力。因此公司盈利能力较强，在去年钢铁行业从底部复苏的时期，公司业绩也不错，从去年下半年业绩呈现明显逐步好转的趋势。09 年中期以后的钢材价格大涨使得公司经营业绩开始极大改善，另外公司产品也受益于出口复苏。

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.