

1+1>2,分拆上市的投资机会

——投资策略周报 2010425

策略研究小组

余晓宜 研究员

电话: 020-87555888-648

eMail: yxy2@gf.com.cn

李太勇 研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: ltt@gf.com.cn

林鲁东 研究助理

电话: 020-87555888-696

eMail: lld2@gf.com.cn

张海波 研究助理

电话: 020-87555888-337

eMail: zhb@gf.com.cn

林海 研究助理

电话: 020-87555888-418

eMail: lh19@gf.com.cn

本周主题: 1+1>2, 分拆上市的投资机会

分拆上市背景及其影响: 分拆上市政策是在中小企业资金需求增加的背景下出台的, 这一政策的出台有助于 (1) 增加创业板供给, 抑制创业板泡沫; (2) 改善创业板上市企业的行业分布, 降低市场风险 (3) 加强创业板的融资功能, 完善中小企业融资结构; (4) 完善上市公司投资的退出机制。我们认为**这一政策的出台并不会给创业板造成较大的资金压力。**

分拆上市可以创造更多的价值: 已有研究发现, 集团化企业的市场价值, 低于所估计出来的各个子公司的市场价值之和, 二者之差就是所谓的“集团化折价”, 这一折价率高达13%-15%。因此如果将各子公司分拆上市, 可以创造出更高的市值。这部分价值, 必然体现在母公司的股价上, **分拆上市的信息公布会给母公司股价带来1.2%-2.7%的超额收益。**

几个原因使得分拆上市之后公司的价值更高: (1) 分拆上市可以使母公司的业务更加集中; (2) 改善信息不对称; (3) 提高管理层激励; (4) 为子公司增长提供更好的融资条件。

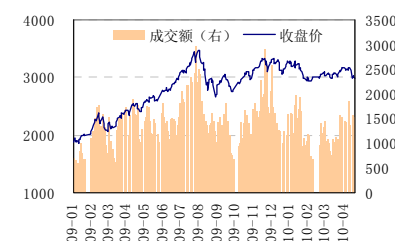
具备以下条件的公司更容易在分拆中受益: (1) 母公司与子公司业务相关度较低; (2) 母公司治理结构完善; (3) 子公司相对于母公司具有较大的规模; (4) 子公司相对于母公司具有更高的市净率。

综合各方面的因素, 我们建议重点关注的分拆概念上市公司为: 综艺股份、复星医药、威孚高科、南玻A、葛洲坝、新湖中宝、中兴通讯。

本周观点

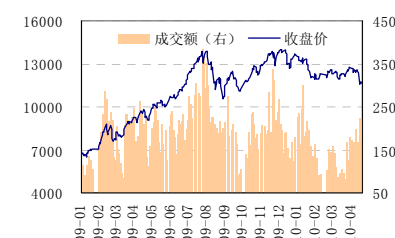
建议短期中继续回避房地产及与之相关的钢铁、化工, 银行股须等待市场担忧情绪释放后才能有较好的投资机会。建议关注医药生物、零售、旅游、电子、信息服务、军工机械, 从通胀和人民币升值的角度出发, 建议关注有色金属和金融中的保险。

上证综合指数走势



周末收盘: 2983.54 一周涨跌幅: -4.69%

深证成份指数走势



周末收盘: 11702.87 一周涨跌幅: -5.75%

国际 市场指数	一周 (%)	年初 至今(%)
道琼斯工业	0.03	6.91
纳斯达克综指	0.57	11.5
标准普尔 500	0.46	9.16
伦敦富时 100	-1.74	5.74
法国 CAC40	-2.81	0.38
德国 DAX	-0.51	5.07
日经 225	-1.69	3.49
恒生指数	-2.84	-2.87
印度 Sensex30	0.59	1.31
俄罗斯 RTS	-4.37	10.96
巴西 IBOVESPA	-1.44	1.34
台湾加权指数	-1.32	-2.24

本周主题：1+1>2，分拆上市的投资机会

自从4月13日媒体报道证监会已允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市后，分拆上市概念板块十分活跃。在疲于整理可能分拆上市的概念股之外，我们认为有必要对分拆上市进行更深入的理解。

本周主题如下几个问题：**第一，管理层出台这一政策的动机是什么？第二，分拆上市能否创造更多的价值（或者说给原上市公司带来超额的收益）？第三，更高的价值从哪里来？**

企业分拆的形式

企业分拆市值自重组主题通过剥离、分离等形式，使企业在一定时间内所掌握的经济资产规模减小，或者是业务种类和跨度减少，以达到资源优化配置、资本增值最大化的一种经营模式，其主要目的是让企业从负协同效应中解脱出来，强化核心业务，为企业创造价值。另外，分拆也是企业投资退出的手段之一。

上市公司可以通过**资产剥离（Divestiture）、企业分离（Spin Off）或者资产分拆（Carve Out）**等方式来实现企业的分拆。具体而言：

- 资产剥离是指企业将其拥有的子公司出售给第三方，以获取现金、股票或者两者混合形式的回报的一种商业行为。
- 企业分立市值在法律和组织上将一个公司划分为两个单独的实体，母公司将其部分资产和负债转移给新公司的同时，将其在子公司中有用的全部股份按照比例分配给公司的股东。
- 资产分拆市值**母公司以部分资产出资联合其他股东设立一家新的子公司，母公司控股新公司，新公司通过IPO实现上市**。上市公司分拆子公司到创业板上市所指应是这一种形式的分拆。

分拆上市背景及其影响

我们认为这一政策的出台体现了当前宏观经济背景的需求：经济复苏阶段，中小企业的资金需求上升。国有和大型企业已首先在国家经济刺激计划下受益，宽松的信贷很大程度上帮助这些企业度过了去年的艰难时刻。接下来，中小企业将成为复苏的主力，这无疑需要更多的资金投入，而经济衰退中酝酿的技术进步，也需要的资金来推进。然而，在信贷回归正常化的背景下，这部分资金压力自然转移到了资本市场。这也符合我们自去年以来的一个判断：**2010年将是资本市场融资压力很大的一年。**

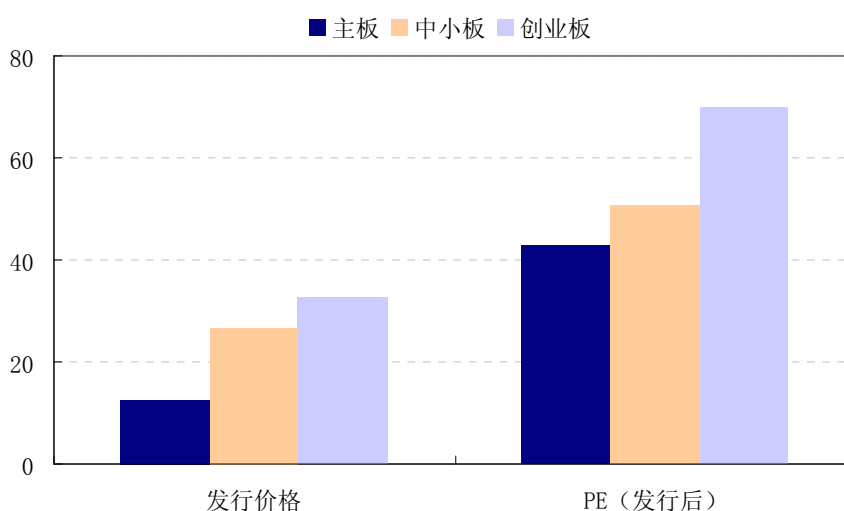
具体而言，我们认为这一政策的出台主要基于以下几个方面的考虑：

第一，增加创业板供给，抑制创业板泡沫。

创业板定位于“自主创新企业及其他成长型创业企业”，当前创业板已上市的企业主要体现出“高成长、高市盈率、低股本规模”的特点。创业板上市企业作为创新成长性企业的代表，较高的发行市盈率具有一定的合理性。但过高的发行价格可能带来几方面的负面影响：（1）降低二级市场的参与热情，造成创业板交易活跃程度下降，降低市场流动性；（2）使经营者更关注股票价格，忽略企业长远的发展；（3）加强经营者的坚持欲望，不利企业长远发展。

允许上市公司分拆子公司到创业板上市，可使使子公司由净资产估值转变为市值估值，利益驱动将增加创业板的供给，一定程度上有助于抑制创业板的泡沫。

图1：创业板发行市盈率较高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1：各批创业板公司网下申购配售对象家数

批次	家数	网下申购配售对象家数
第 1 批	28	98
第 2 批	8	120
第 3 批	6	75
第 4 批	8	79
第 5 批	4	72
第 6 批	4	52
第 7 批	3	68
第 8 批	4	91
第 9 批	5	124

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

第二，改善创业板上市企业的行业分布，降低市场风险。

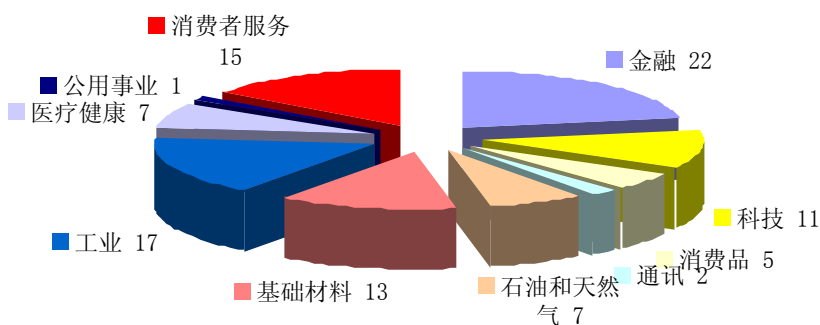
在目前79家创业板公司中，制造业多达41家，这与《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》(以下简称《指引》)重点推荐的产业导向似乎存在偏离。同时，行业分布过于集中也将增大创业板的整体风险。反观发展较为成功的英国创业板AIM，其行业分布则较为均衡。

表2：各批创业板公司网下申购配售对象家数

项目	理由	行业
重点推荐行业	符合国家战略性新兴产业发展方向	新能源、新材料、信息、生物与新医药、节能环保、航空航天、海洋、先进制造、高技术服务等领域的企业，以及其他领域中具有自主创新能力、成长性强的企业
审慎推荐行业	传统业务，创新能力不够突出	纺织、服装；电力、煤气及水的生产供应等公用事业；房地产开发与经营，土木工程建筑；交通运输；酒类、食品、饮料；金融；一般性服务业；国家产业政策明确抑制的产能过剩和重复建设的行业

数据来源：广发证券发展研究中心

图2：AIM市场的行业分布



数据来源：广发证券发展研究中心

第三，加强创业板的融资功能，完善中小企业融资结构。

美国的中小企业通过股权和债权融资的比例分别约各占50%，发展较为均衡。而我国中小企业融资结构中，金融机构贷款占比超过90%，股权和债券融资占比非常小，是的中小中小企业融资途径十分单一。允许上市公司分拆子公司到创业板上市可以进一步发挥创业板的融资功能。

第四，完善上市公司投资的退出机制。

但我们认为这一政策的出台并不会给创业板造成较大的资金压力：其一，我国创业板的上市条件较为严格；其二，发审委可以通过上会、过会频率以及审核的松紧来影响发行速度。第三，也是最主要的，我们认为，资金压力未必就会造成市场下跌，供需一定程度上影响价格，但金融市场的核心是对风险进行定价，从而价格更大程度上取决于投资者的风险偏好。

表 3：我国中小企业融资结构

	2004	2005	2006	2007	2008
债券融资	0.00%	0.00%	0.04%	0.02%	0.03%
贷款	98.24%	96.58%	95.13%	94.59%	95.53%
IPO	0.38%	0.11%	0.67%	1.19%	0.86%
增发	0.00%	0.00%	0.02%	0.27%	0.17%
私募	1.38%	3.31%	4.14%	3.93%	3.42%

数据来源：Wind，中国金融统计年鉴，广发证券发展研究中心

表 4：分拆上市产生的公告收益

研究	累计超额收益率	相对规模	样本	时间	窗口
Schipper and Smith (1986)	1.8%		76	1965–1983	[-4,0]
Klein, Rosenfeld, and Beranek (1991)	2.7%		52	1966–1983	[-4,0]
Slovin, Sushka, and Ferraro (1995)	1.2%	45%	32	1980–1991	[0,1]
Allen and McConnell (1998)	2.1%	20%	186	1978–1993	[-1,1]
Vijh (1999, 2002)	1.9%		336	1980–1997	[-1,1]
Mulherin and Boone (2000)	2.3%	37%	125	1990–1999	[-1,1]
Hulburt (2003)	1.6%		172	1981–1994	[-1,0]
Wagner (2004)	1.7%	32%	71	1984–2002	[-1,1]
样本量加权平均	1.9%	33%	1050	1965–2002	

注：“相对规模”是指子公司与母公司市值之比，“窗口”中0表示分拆公告发布当前，-1表示公告发布前一天，+1表示公告发布后一天，依此类推。

数据来源：Eckbo和Thorburn（2007）¹，广发证券发展研究中心

分拆上市可以创造更多的价值

实际上，许多分拆交易可以视为对企业过度集团化和多元化的修正，经验证据表明，典型的分拆交易可以显著地为股东创造价值。

¹ 参考文献详细列表备索。

根据郎咸平和舒尔茨教授的研究，集团化和多元化的企业往往存在一种“集团化折价”（Conglomerate Discount）的现象，也即：集团化的企业的市场价值，低于所估计出来的各个子公司的市场价值之和，二者之差就是所谓的“集团化折价”。据估算，1986-1991年期间，美国市场的集团化折价率高达13%-15%。这意味着，如果将各子公司分拆上市，可以创造出更高的市值。因此，分拆交易创造了更多价值。

这部分价值，必然体现在母公司的股价上。以美国市场为例，我们总结了部分已有研究结果后发现，1965-2002年期间，分拆上市的信息公布会给母公司股价带来1.2%-2.7%的超额收益，这一收益被称为**公告收益**（Announcement Return）。平均而言，上述年份的公告收益为1.9%。而德国公司分拆上市的公告收益平均约为1.7%，与美国公司类似。

分拆上市如何创造更多的价值

第一，分拆上市可以使母公司的业务更加集中。加强业务的集中度，改善公司运营是许多母公司对子公司进行分拆的动机之一，通过分拆，母公司的主业更加突出，可以专注于某项业务并提高运营效率。一般而言，母公司与被分拆的子公司所在的行业不同，二者之间的相关度越低，母公司获得的公告收益就越高。

第二，改善信息不对称。上市公司与外部投资者之间的信息不对称通常会增加公司的资金成本，从而投资者会要求更高的回报率，并导致公司的市场价值低于其实际价值。在分拆之前，外部投资者只能获取母公司的相关信息，而对于子公司的信息了解较少，因此子公司的资本支出具有更高的融资成本。通过分拆上市，子公司的信息披露更加透明，可以降低与投资者之间的信息不对称程度，市场价值可以更好地反映公司的实际价值。

从近期策略研究组与行业研究员沟通的情况来看，我们发现信息不对称一方面使卖方定价偏向保守，另一方面也降低了买方的投资热情。一个典型的案例就是粤富华（000507），粤富华在更换大股东后已经产生了根本性的转变，然而许多机构仍然望而却步，一个重要原因就是“业务太复杂了”。我们认为随着分拆上市政策的出台，这一类“业务复杂”上市公司的信息不对称程度有望降低，从而获得市场的认可并迎来价值重估的机会。

第三，提高管理层激励。管理层的股权激励对母公司的管理者发挥重要的作用，但子公司管理者的业绩无法与母公司股价直接联系，因此管理层激励对子公司的管理者无法发挥作用。通过分拆上市，子公司管理者与股东利益之间的联系更加紧密，从而可以为股东创造更高的价值。

那么反过来，关注自身利益的管理层是不愿意降低他们所管理的资产

规模的，有效的公司治理结构可以提高分拆上市可能性。这提醒我们在寻找可供分拆上市标的时，应关注其治理结构。

第四，为子公司增长提供更好的融资条件。延续信息不对称的思路，由于分拆上市后子公司与投资者之间信息不对称程度降低，投资者为子公司提供资金的意愿增强，因此子公司可以更方便地为后续发展融资。一般而言，分拆上市的子公司比母公司具有更高的市盈率水平，从而意味着更高的增长率。实际上，研究发现在分拆之后的三年中，母公司和子公司都比相同行业中的类似公司进行更多的再融资。因此，分拆上市增加了融资机会并降低了高成长子公司的融资成本。

哪些公司更容易在分拆中收益？

分拆概念收益的个股，首先应满足分拆上市的6个条件：

- (1) 上市公司公开募集资金未投向发行人业务；
- (2) 上市公司最近三年盈利，业务经营正常；
- (3) 上市公司与发行人不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺，上市公司及发行人的股东或实际控制人与发行人之间不存在严重关联交易；
- (4) 发行人净利润占上市公司净利润不超过50%；
- (5) 发行人净资产占上市公司净资产不超过30%；
- (6) 上市公司及下属企业董、监、高及亲属持有发行人发行前股份不超过10%。

其次，可能分拆上市的子公司应符合国家战略性新兴产业的发展方向。

第三，满足以下4个条件的上市公司将更容易在分拆中受益：

- (1) 母公司与子公司业务相关度较低
- (2) 母公司治理结构完善
- (3) 子公司相对于母公司具有较大的规模
- (4) 子公司相对于母公司具有更高的市净率（由于创业板公司一般具有较高的市净率，因此应寻找市净率较低的母公司）

另外，介入的时机对超额收益也具有重要的影响。已有研究发现，在分拆公开前30个交易日买入母公司的股票并持有至公告日可获得正的超额累积收益率，但如果在公告后才买入，将会遭受超额的损失（累计超额收益率为负）。

结合行业研究员提供的名单和策略组搜集的信息，我们初步列出了可能分拆上市的概念股。

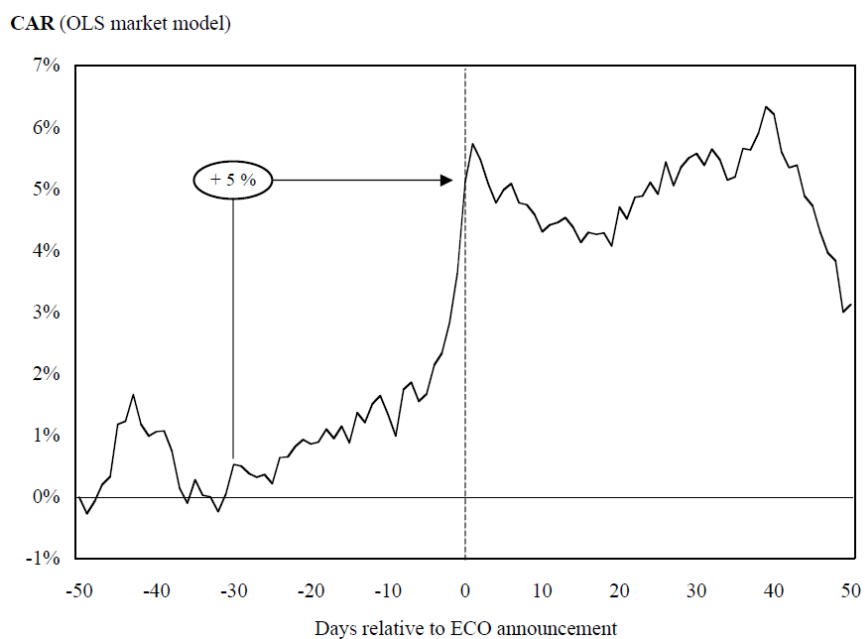
综合各方面的因素，我们建议重点关注的分拆概念上市公司为：综艺股份、复星医药、威孚高科、南玻A、葛洲坝、新湖中宝、中兴通讯。

表 5: 子公司相对于母公司规模越大, 公告收益越高

	[-5,0]时间窗口中的累积超额收益		t 检验
	相对规模<1	相对规模>1	差异是否显著
全样本			
所有公司	1.19%	8.39%	是
相对规模>0	1.19%	5.87%	是
去除 1998-2000			
所有公司	-0.36%	6.67%	是
相对规模>0	-0.36%	4.40%	是

数据来源: Brettel (2007), 广发证券发展研究中心

图3: 分拆上市公告前30天买入可获得显著的超额收益



注: CAR表示累积超额收益率, ECO表示通过资产分拆方式的分拆上市 (Equity Carve Out)。

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 6: 可能分拆上市的公司列表

行业	公司名称	子公司	子公司行业	区间涨跌幅	持股比例	营业收入	净利润	净资产	PB	总市值
采掘	兰花科创	重庆兰花太阳能电力股份	生产、销售单晶硅棒、铸造硅锭、硅片太阳能发电设备及相关产品	-3.62	40				4.24	225.28
餐饮旅游	中青旅	北京中青旅创格科技	技术开发、转让、咨询等服务；产品销售。	0.43	100	84000	935		3.63	77.92
电子元器件	大恒科技	北京中科大洋科技发展股份	计算机图形、图像处理系统等	-5.11	56.48		6304		4.70	48.70
房地产	张江高科	运鸿	国际贸易、高科技产业项目的孵化及相关业务。	4.88	100		1094	6881	3.28	189.87
房地产	中国宝安	中国风险投资	风险投资、资产管理等	-2.83	50.97				6.34	127.40
房地产	中关村	中关村科技软件	开发生产计算机软、硬件	16.52	51		3		7.71	53.31
房地产	新湖中宝	新湖期货	国内商品期货代理、期货咨询、培训	-13.32	86.11	9052	2661	17086	4.35	274.14
纺织服装	杉杉股份	湖南杉杉新材料	材料	-3.96	100	41409	2306		2.55	88.79
纺织服装	孚日股份	山东孚日光伏科技	经营太阳能光伏电池组件	-4.97	100		-1113		3.48	87.94
纺织服装	江苏阳光	宁夏阳光硅业	多晶硅生产销售	-2.41	65				4.09	115.38
公用事业	天富热电	新疆天科合达蓝光半导体	碳化硅晶片的研究开发生产与销售技术服务	-0.37	100				4.80	87.54
公用事业	城投控股	上海环境集团	环境及市政工程投资等	-8.79	100		6992	166118	2.39	262.44
公用事业	深圳能源	深圳市能源环保	垃圾焚烧发电及其他环保设施的投资	-0.69	82		4400		2.20	286.10
公用事业	桂东电力	广西贺州市桂东电子科技有限责任公司	生产销售中高压电子铝箔	-8.66	94.46		891		4.90	34.56

续表

行业	公司名称	子公司	子公司行业	区间涨跌幅	持股比例	营业收入	净利润	净资产	PB	总市值
黑色金属	马钢股份	马钢设计研究院有限责任公司	冶金、建筑及环境工程的规划	-6.62	66.82		50	17400	1.15	304.18
黑色金属	太钢不锈	太原钢铁(集团)金属回收加工贸易	废旧金属等回收、加工、贸易	-11.36	100	38637	191	883	1.96	408.99
黑色金属	武钢股份	武汉钢铁集团金属资源有限责任公司	废钢加工和二次资源回收	-10.94	100		4000		1.66	459.32
化工	中信国安	中信国安通信	计算机信息和网络国际互联网业务, 无线通信、数据通信、电信增值、广播电视的投资等	3.43	99.38	3303	41872	199695	4.36	250.87
化工	德美化工	湖南尤特尔生化	新型高效酶制剂及其它生化制品的制造及产品自销	6.12	30		2659		8.62	55.50
机械设备	威孚高科	无锡威孚力达催化净化器有限责任公司	消声器、净化器	-5.0132	94.81		6040		3.5669	102.1097
家用电器	格力电器	珠海凯邦电机制造	电气机械的开发、生产、销售	-6.9225	100	80867	6525		6.3308	464.7638
家用电器	TCL 集团	惠州泰科立集团股份	电子技术研发,销售电子显示器件,五金产品等	-9.4891	55				2.7524	145.6718
家用电器	四川长虹	四川长虹创新投资	投资; 参控 17 家创业型公司	-4.2466	95				1.3862	132.685
建筑建材	南玻 A	深圳南玻显示器件科技	生产销售显示器件产品, 导电膜玻璃的生产和经营, 年产能为 1,200 万片	-2.97	75	25500	4245		5.49	291.74
建筑建材	葛洲坝	葛洲坝易普力股份	民用炸药的生产、销售等	-6.07	70.77		16677	39526	3.95	323.64

续表

行业	公司名称	子公司	子公司行业	区间涨跌幅	持股比例	营业收入	净利润	净资产	PB	总市值
交运设备	宁波华翔	富奥汽车零部件股份	主要产品分为环境控制系统、转向及传动系统等六大体系	-13.17	20	334700	30469	113993	5.75	81.90
金融服务	辽宁成大	辽宁成大生物股份	生物药品研发、生产	1.51	54.79		14457		6.86	340.36
商业贸易	江苏国泰	张家港市国泰华荣化工新材料	锂离子电池电解液和有机硅的生产、销售	8.34	78.9	27770	4789	19680	11.02	85.86
食品饮料	重庆啤酒	重庆佳辰生物工程	生化制药	24.64	85.1				14.58	175.54
信息服务	博瑞传播	成都梦工厂网络信息	计算机软件技术开发、信息技术服务	0.37	100	12197	7759	7700	9.51	123.77
信息服务	综艺股份	综艺超导科技	超导技术研究开发、销售通讯设备、电子元器件	6.91	50.1		268	6345	8.0809	97.6347
信息设备	同方股份	同方知网(北京)技术	网络知识存储与信息检索	12.6061	100	39970	23582	32220	3.7259	272.2817
信息设备	华工科技	武汉华工创业投资有限责任公司	投资及咨询	10.63	32.48	14062	2166	17363	5.49	82.30
信息设备	中兴通讯	无锡市中兴光电子技术	光电子产品开发及销售	-10.23	65				4.49	754.91
信息设备	三维通信	杭州紫光网络技术	开发、制造：微波无源器件、计算机软件；销售：本公司生产产品	-12.33	51	9530	1320	5740	9.89	36.31
信息设备	新海宜	深圳市易思博软件技术	软件业	0.21	61.56	9147	1745	8626	9.49	47.64
医药生物	长春高新	长春金赛药业有限责任公司	生化药品制造	9.22	70	24788	5496	19839	15.07	65.65

续表

行业	公司名称	子公司	子公司行业	区间涨跌幅	持股比例	营业收入	净利润	净资产	PB	总市值
医药生物	复星医药	江苏万邦生化医药股份	医药生产	10.04	95.2		5996	21243	4.78	309.44
医药生物	天茂集团	天平汽车保险股份	保险公司	4.9206	20	150942	13753	60334	5.8934	89.4723
医药生物	诚志股份	江西诚志生物工程	生命科技产品	0.777	99.52	4794	662		4.0615	50.0797
医药生物	双鹭药业	北京星昊医药股份		2.3183	12		2709		13.5657	130.9791
有色金属	博云新材	湖南博云汽车制动材料	开发、生产、销售汽车制动材料及其他粉末冶金制动材料等	-0.3786	90		9381		7.3282	39.4188
有色金属	厦门钨业	龙岩市稀土开发	矿产品投资	7.1607	51	536	8		6.3157	145.9437
综合	厦门信达	厦门市信达光电科技	光电产品生产、销售	-6.02	70	11638	461	21795	5.09	33.39
综合	山大华特	山东达因海洋生物制药股份	生产销售中西药制剂及原料药、海洋生物药品	5.37	52.08		12088		7.84	27.58

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周观点

我们认为短期内市场走稳仍然时间，房地产调控政策的严厉程度超预期破坏了投资预期，市场信心修复需要一定的时间。支持理由如下：

第一，政策力度超出市场预期。《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》中，规定之细致以及可操作性之强，超出以往对房地产相关问题的管理，预计《通知》很快对通过银行渠道进行的房地产投机造成实际负面影响，并改变投资需求方的心理预期，对房地产投资需求造成负面影响。

第二，政策并不会止步，将再次超出预期，房地产税的试点方案执行在后。政府如果想在短期内达到降低房地产价格的目的，单靠《通知》里的做法，仍无法遏制全额付款、以寻求通胀避险为目的的投资需求，以及非银行渠道的投机需求，只有出台税收政策，才能真正抬高这部分需求的机会成本，从而达到降低房价的目的。

第三，大股票下跌，小股票有补跌需求。在本次大跌之前，我们测算的市场情绪指标显示，市场风险溢价水平已经是近20年来的最高水平，市场悲观情绪已经占据上风，这种市场心态环境下，对政策的反应往往是助跌的动力比助涨的动力更足，大股票的普遍下跌使小股票的估值风险显得更高，容易成为下一个减仓对象。

但是，我们认为这种下跌是非理性下跌，后市存在更大的投资机会：

首先，我们仍看好经济基本面，对于投资下调带来的二次探底我们反复讨论并测算，悲观情形下（信贷新增5.3万亿），GDP仍可看9.2%，极度悲观的情形下（出口贡献为0），GDP也可看8.4%，企业的盈利指标也正朝着我们的预期和假设逐步好转。从经济的宏观面和微观层面看，经济均朝好的方向在发展，除非经济政策上出现大的失误或偏差，否则当前的股票市场走势与基本面发展方向是背离的，存在修正的投资机会。

其次，从《通知》内容看，主要措施是扩大供给、查处通过银行贷款进行的投机行为、提升投资成本以遏制投资需求，政策着眼点是平衡供需格局、化解银行潜在的系统风险，对房地产行业的供给端整体仍是鼓励的态度。到目前为止，政策对投资链条的中上游仍未造成可预见的致命性打击，当前市场的走势实际上是对政策效应的过度反应，属于非理性下跌，后市存在修正的投资机会。

最后，我们仍要再次强调，当前的中国经济正处于出口拉动向内

需消费支撑的结构转型期，无论海外的消费还是国内的消费，从历史经验看，人口红利期的经济增长仍是最稳固并持续的。而投资，只要有持续、稳固的消费为基础，除非政策上的失误，否则也难以出现硬着陆。而房地产，作为经济和货币链条中最难管理的环节，往往是在人口红利期末期才会出现真正的崩盘。

建议从四个角度出发考虑行业配置：

第一，预期房地产调控政策仍将持续推出，同时对需求端的打压将影响明后两年的房地产投资，因此建议近期投资上回避房地产行业及与之关联度大的行业，如钢铁、化工。

第二，金融行业中的银行业虽然从估值角度看已对房地产调控政策过度反应，但市场担忧去年大量投放的信贷项目后续风险将明显增加，因此我们认为银行股的投资需要等待银行信贷检查工作进行到一定阶段，市场担忧情绪得到释放后，才能出现较好的机会。

第三，与经济结构转型相关的投资机会，近期市场关注较多的是战略性新兴产业，我们认为其中市场消费需求相对明确的产业如信息网络、电子、生物医药、新能源新材料，将更具备发展动力和利润保障，同时制造业中的高端制造和军工制造，由于符合国家利益，将集中体现高科技、资金和生产的高效结合，也值得关注。

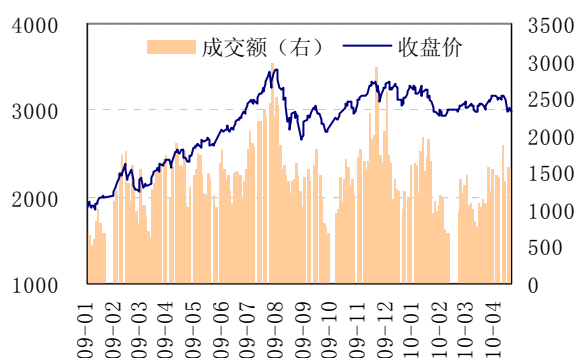
第四，与通胀和汇率相关的投资机会。从经济形势发展看，未来一段时间除了经济结构转型、房地产价格和风险管理外，通胀和汇率将是继而来之的两大问题，建议关注这两条投资主线。通胀收益品种——有色金属，特别是其中的铜、锌等基础品种、黄金、稀有战略金属品种值得关注。汇率升值问题将对市场形成负面影响，一方面打压了出口行业相关企业特别是其中的劳动力密集型产业，另一方面进口成本提升，将挤压部分制造业的利润，对来料加工和进口成本大的行业也形成负面影响。虽然对金融行业和地产行业形成正面影响，但是地产和银行业有更多基础盈利和风险的担忧，使得升值因素不占优势，反而对于保险行业而言，升值因素将是锦上添花，因此建议大金融行业中关注保险行业。

关注指标

市场表现

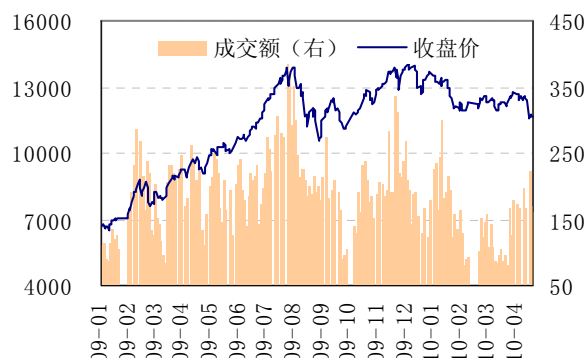
■ A股市场

图4: 上证综指上周大跌4.69%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

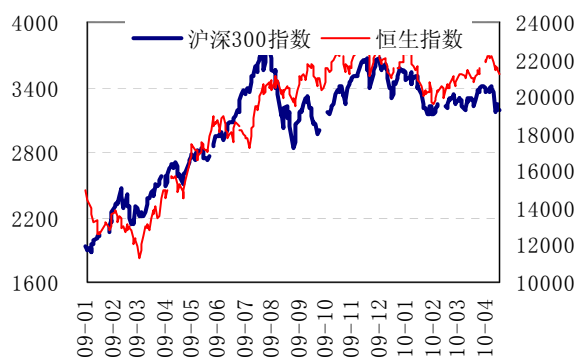
图5: 深证成指上周大跌5.75%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

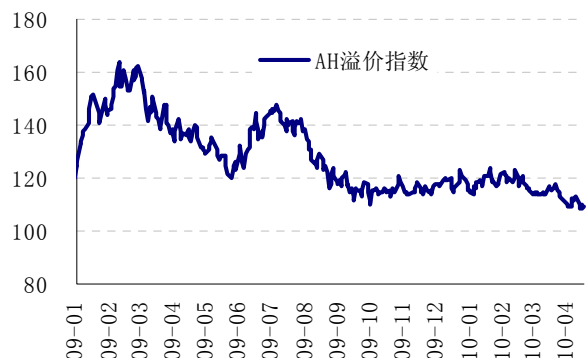
■ A股和港股

图6: 恒生指数上周下跌2.84%



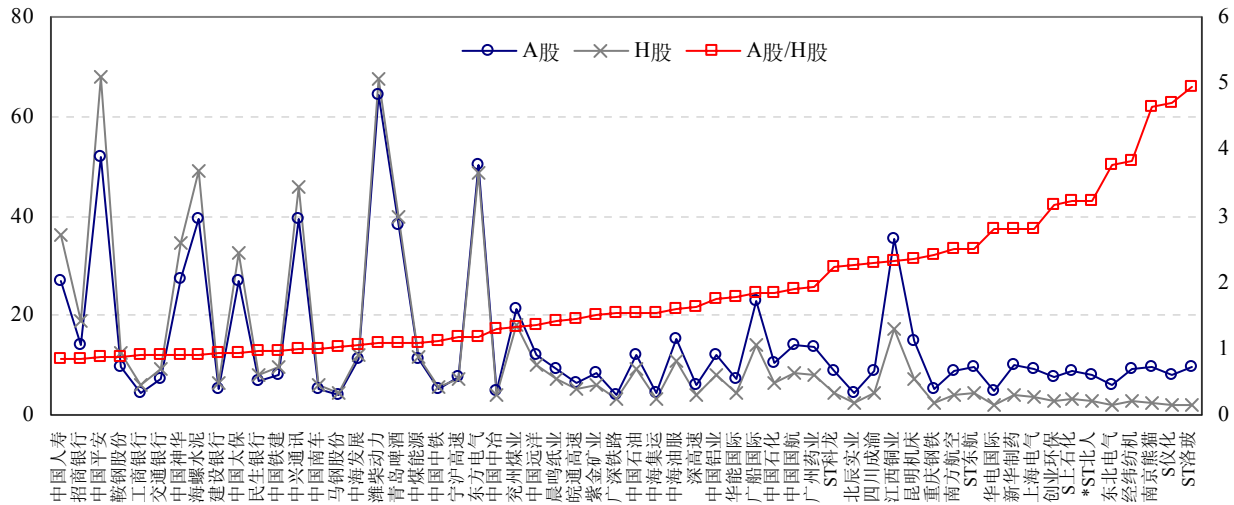
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 恒生AH溢价指数进一步下跌



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

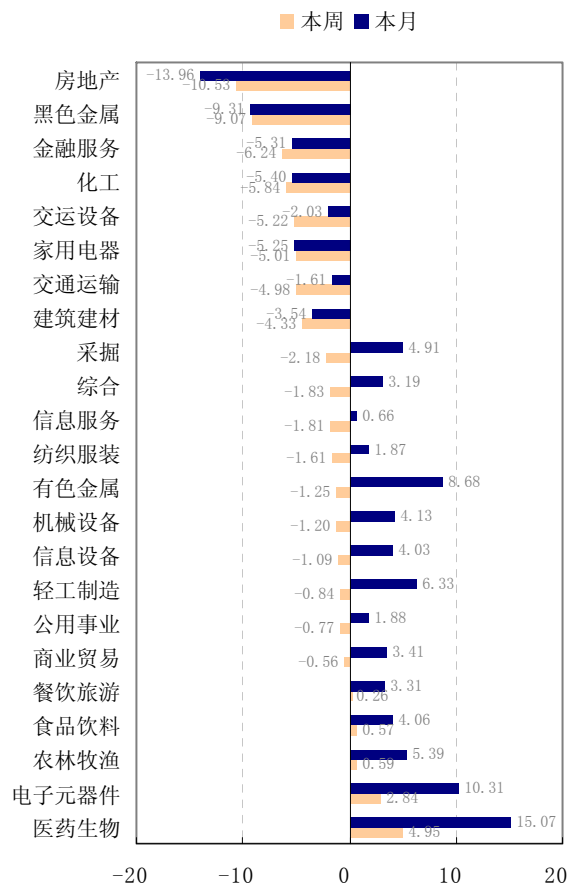
图8：恒生AH对价：AH股价倒挂家数为增至13家



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

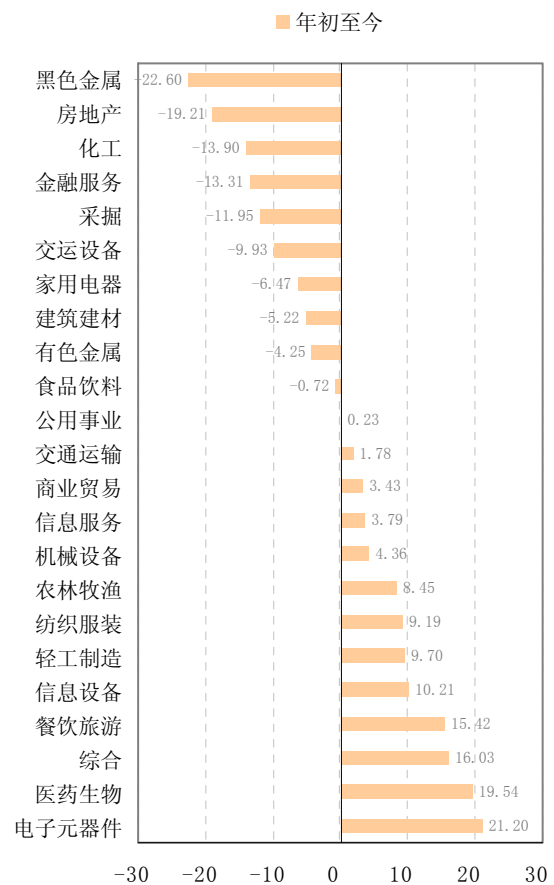
行业表现

图9：上周医药板块表现最佳，房地产最差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：今年以来电子与医药表现最佳，钢铁最差



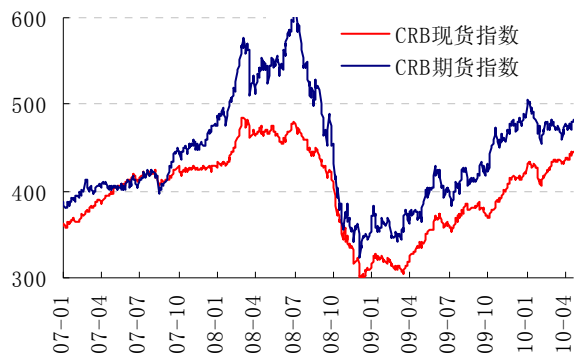
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

心

、

■ 大宗商品

图11: CRB指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

心

图12: 国际原油价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

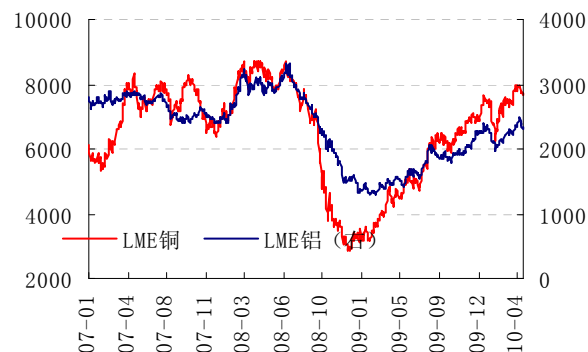
图13: 黄金现货价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

心

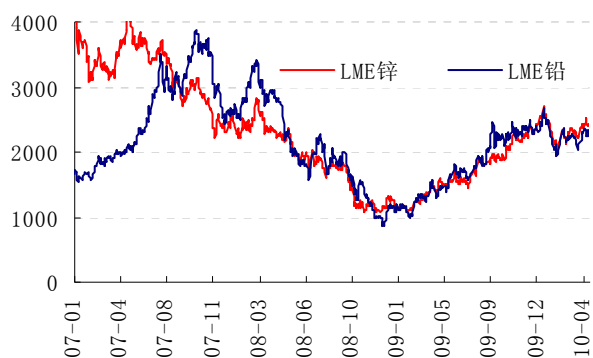
图14: LME金属价格(铜铝)



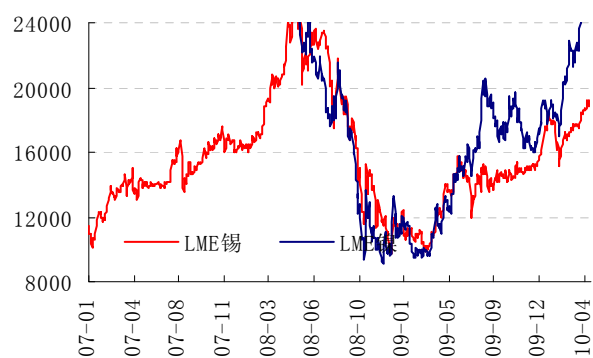
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: LME金属价格(铅锌)

图16: LME金属价格(锡镍)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

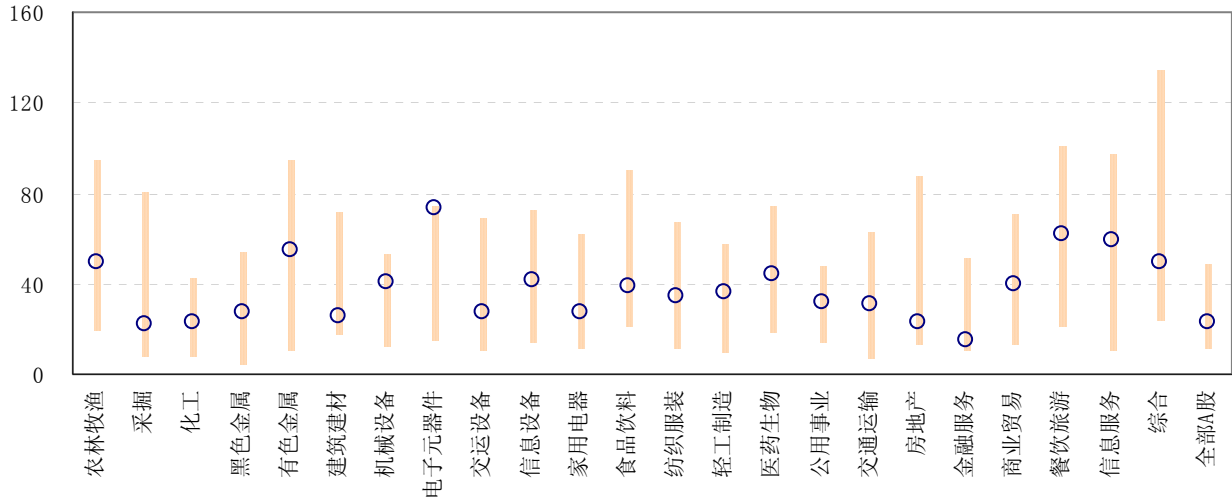


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

心

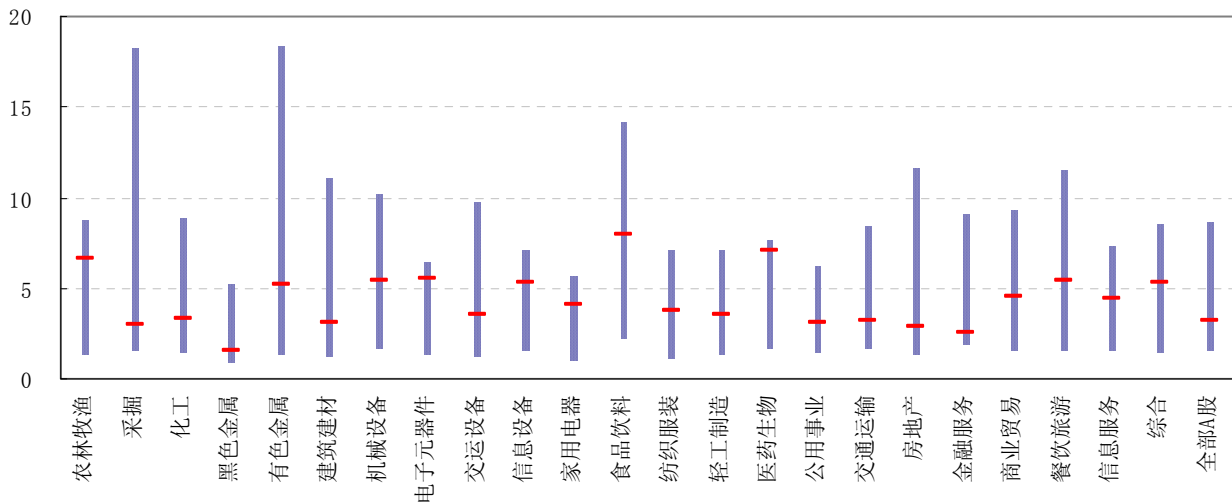
估值水平

图17：市盈率五年波动区间



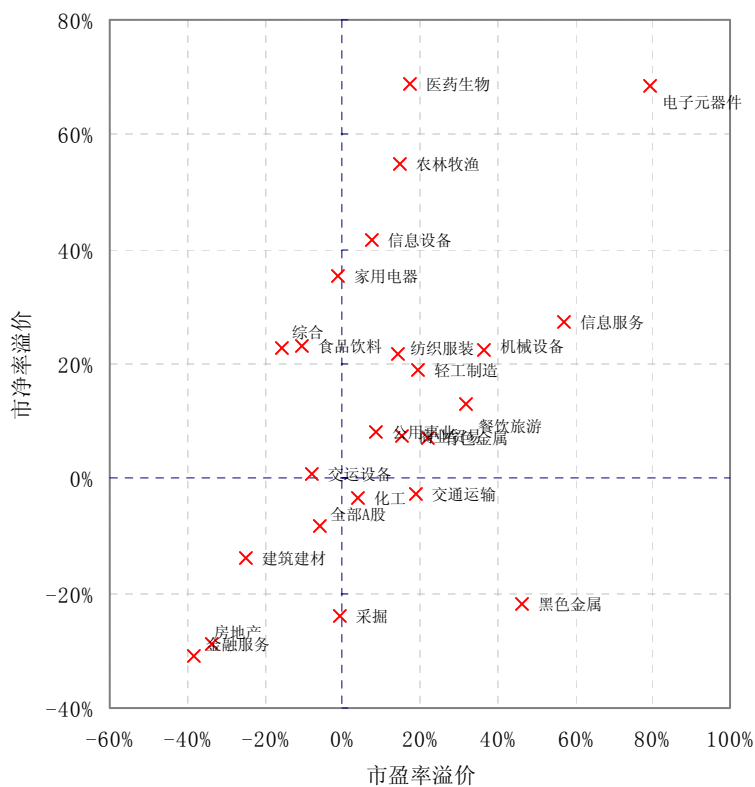
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：市净率五年波动区间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：各行业市盈率和市净率相对5年历史均值的溢价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

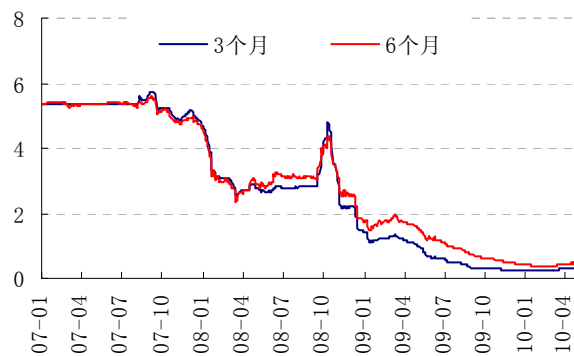
经济指标

图20: 美元指数



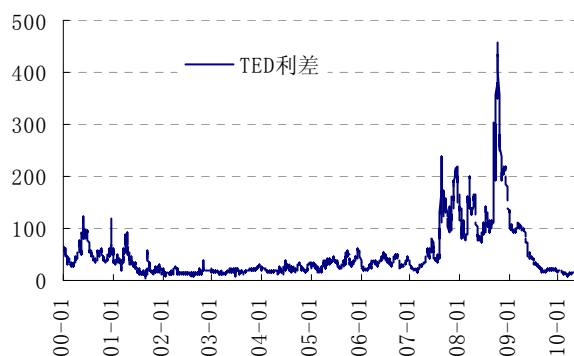
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 美元Libor



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: TED利差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: Baa企业债与10年期国债利差

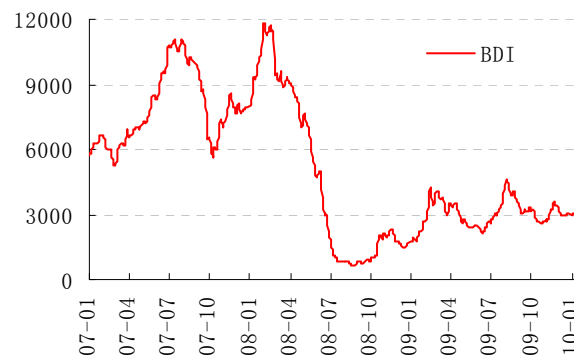


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: VIX



图25: BDI

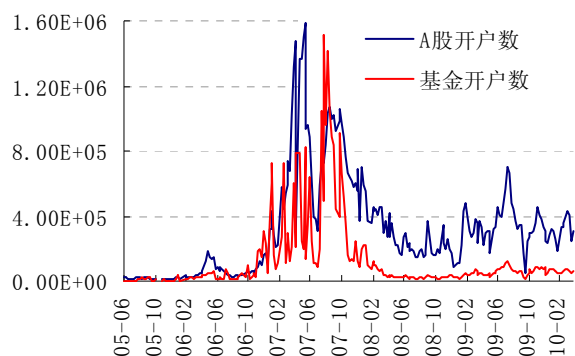


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中

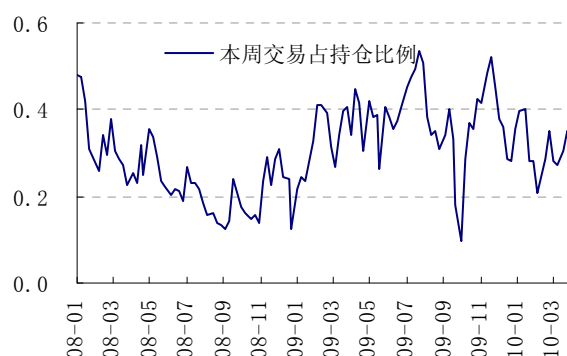
流动性

图26: 开户人数连续4周上



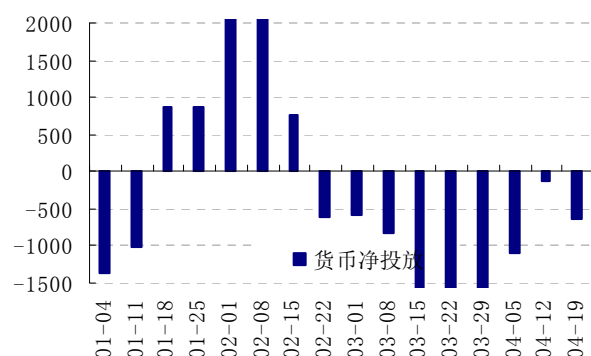
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图27: A股交易活跃程度



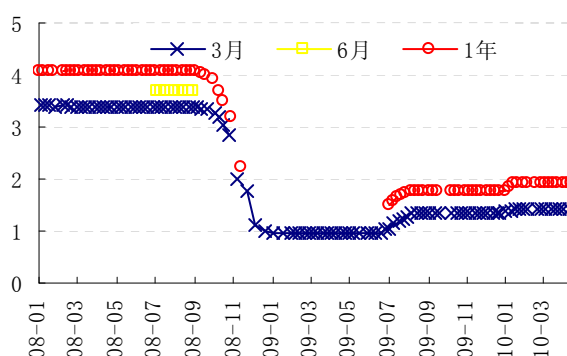
数据来源: Wind, 广发证券发展研究

图28: 央行货币净投放



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 央票发行利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。