

动态报告

投资策略

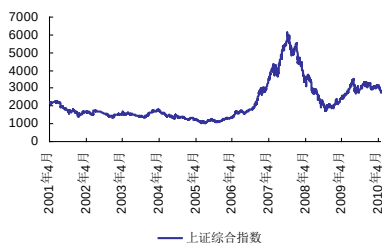
策略周报

2010年6月28日

策略周报

AH 价差倒挂是价格低估还是供给过多

上证综合指数走势



相关研究报告:

背离中顺势而为还是逆势而动 (2010.4.26)

 政策回归常态后经济和股市会硬着陆吗 (5.4)
 右侧继续悲观,但是左侧闪现乐观 (5.14)

市场走向谨慎 我们不妨逆向 (5.17)

关注人民币汇率弹性增强背后的因素 (6.26)

分析师 黄学军

电话 021-60933142

邮箱 huangxjun@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030029

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1. A 股受汇改刺激反弹

本周 A 股出现了反弹,正如我们上周预计,推进汇改给市场带来正面影响,金融地产行业表现不错,出现了较大力度的反弹。

2. AH 价差倒挂是价格低估还是供给过多

AH 价差倒挂不排除受到银行股扩容影响。AH 股溢价指数本周一直低于 100, 价格倒挂并出现了持续的现象,价格低估应该是结果。从整个银行股的扩容来看,首先是银行的再融资,尽管对存量资金的影响不大,但是庞大的再融资规模足以使得整个银行股进入过剩时期。其次是农业银行的上市。募集资金目前还不知,按照媒体报道有 230 亿美元规模。如果按此计算,农行上市后,总市值能占到 6% 左右,目前银行股的市值占比无论在上证还是沪深 300 都在 20% 左右。再有未来后续银行和金融股的上市,如上海银行、光大银行等银行在等待上市。因此从供给的角度来说,银行股不是稀缺产品,在价格上要反应这种非稀缺性,如果换句话来说,银行股出现了结构性的过剩,市场去这种产品过剩方式就是以价格体现。这点类似于目前的经济结构,经济结构要转型,而 A 股还在不断的供应本不稀缺的银行股。

近期管理层也在不断的释放一些利好。如监管机构已深入研究和推进小 QFII, 放行中金 A 股的自营牌照等。在目前趋势不明朗的情形下,整个力度还显较弱。当前市场低迷,与整个市场的扩容压力有关。几乎每周不停新股的发行节奏,以及间或大盘股的发行,这些都是制约二级市场估值的主要因素。

3. 短期建议谨慎

对于短期市场的看法,我们建议投资者适当规避农行定价以及上市抽血带来的不确定性影响,操作上保持谨慎。对于配置性的投资者可适当关注管理层最近释放的利好,关注 AH 价差较大相关行业中的个股。中长期我们维持三季度震荡筑底

4. 市场风险提示

需要提示投资者的是,密切关注农行上市定价的影响。

内容目录

一、投资主题：AH 股倒挂是价格低估还是供给过多	3
二、政策与热点：政策进一步退出	4
三、一周市场回顾：A 股反弹	4
1、主要股指一周表现：A 股反弹	4
2、行业一周表现：金融地产类表现不错	5
3、风格指数：大盘继续占上风，风格不明显	6
四、市场资金供求：发行节奏依然	6
1、一周新股和增发：新股节奏依然	6
2、一周限售股解禁：下周解禁股压力较大	7
五、估值情况：估值处于较低水平	8
1、主要指数估值水平	8
2、A-H 股溢价率：处于较低水平	8

图表目录

表 1：银行再融资压力大	3
表 2：AH 股倒挂的股票	3
图 1：两市日均成交金额	5
表 3：世界主要股票指数一周表现	5
表 4：主要行业指数一周表现	6
图 2：不同风格指数本周表现	6
表 5：一周新股	6
表 6：一周增发	7
表 7：一周股票增发预案	7
表 8：下周限售股解禁情况	7
表 9：主要指数估值情况	8
图 3：恒生 AH 溢价指数	8

一、投资主题：AH 股倒挂是价格低估还是供给过多

前面几周, 我们曾经从市场的角度来看判断市场, 主要是市场的参与者的角度, 包括市场的供求方, 本周我们从市场供求的关系角度来关注一个结构现象, 就是金融股的扩容对市场的影响。

AH 价差倒挂不排除受到银行股扩容影响。AH 股溢价指数本周一直低于 100, 价格倒挂并出现了持续的现象, 价格低估应该是结果。从整个银行股的扩容来看, 首先是银行的再融资, 尽管对存量资金的影响不大, 但是庞大的再融资规模足以使得整个银行股进入过剩时期。其次是农业银行的上市。募集资金目前还不知, 按照媒体报道有 230 亿美元规模。如果按此计算, 农行上市后, 总市值能占到 6% 左右, 目前银行股的市值占比无论在上证还是沪深 300 都在 20% 左右。再有未来后续银行和金融股的上市, 如上海银行、光大银行等银行在等待上市。因此从供给的角度来说, 银行股不是稀缺产品, 在价格上要反应这种非稀缺性, 如果换句话说, 银行股出现了结构性的过剩, 市场去这种产品过剩方式就是以价格体现。这点类似于目前的经济结构, 经济结构要转型, 而 A 股还在不断的供应本不稀缺的银行股。

表 1: 银行再融资压力大

银行	融资额度	发行方式	完成时间
中国银行	400 亿	可转债	6 月
交通银行	330 亿	配股	6 月
工商银行	250 亿	可转债	计划发行中
兴业银行	178 亿	配股	5 月
深发展	106 亿	定向增发	计划中
招商银行	178 亿	配股	3 月
浦发银行	398 亿	定向增发	计划中
华夏银行	预计 200 亿	定向增发	计划中
南京银行	预计 50 亿	配股	计划中
建设银行	预计 750 亿	A+H 配股	计划中

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

表 2: AH 股倒挂的股票

银行	A/H 股价之比
招商银行	0.8
中国人寿	0.81
中国平安	0.82
交通银行	0.83
工商银行	0.83
建设银行	0.84
中国铁建	0.85
中国太保	0.86
中国神华	0.88
鞍钢股份	0.88
中兴通讯	0.94
中煤能源	0.94
中海发展	0.98
中国中铁	0.97
中国南车	0.99
中国银行	1

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

近期管理层也在不断的释放一些利好。如监管机构已深入研究和推进小 QFII, 放行中金 A 股的自营牌照等。在目前趋势不明朗的情形下, 整个力度还显较弱。

当前市场低迷, 与整个市场的扩容压力有关。几乎每周不停新股的发行节奏,

以及间或大盘股的发行，这些都是制约二级市场估值的主要因素。

对于短期市场的看法，我们建议投资者适当规避农行定价以及上市抽血带来的不确定性影响，操作上保持谨慎。对于配置性的投资者可适当关注管理层最近释放的利好，关注 AH 价差较大相关行业中的个股。中长期我们维持三季度震荡筑底的想法。

需要提示投资者的是，密切关注农行上市的定价的影响。

二、政策与热点：政策进一步退出

1、6月22日，6.22，406种商品自2010年7月15日起取消出口退税。

2、6月27日，证监会和国家外汇局正在研究在香港发行人民币基金的可行性。中资机构在香港发行人民币基金投资 A 股，已研究和推进得比较深入，应该会有好的结果。

三、一周市场回顾：A 股反弹

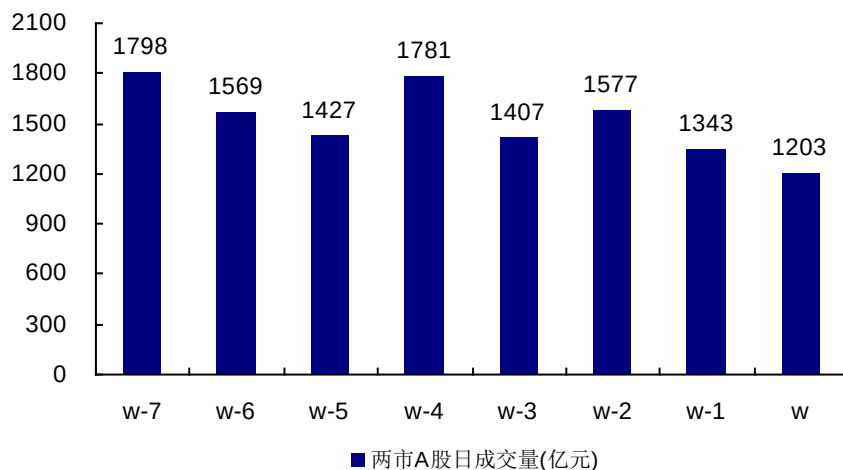
1、主要股指一周表现：A 股反弹

本周 A 股出现了反弹，正如我们上周预计，推进汇改给市场带来正面影响，金融地产行业表现不错，出现了较大力度的反弹。

国际方面，随着海外一些经济体的数据低于预期，市场出现了一定幅度的调整。

截止周五，上证指数和沪深 300 涨幅分别为 1.58%和 1.49%。

两市日成交额为 1203 亿元，较上周的 1343 亿元交易量有所减少，表明市场成交活跃度有所降低。

图 1: 两市日均成交额


数据来源: WIND 国信证券经济研究所

数据说明: W 为本周; W-1 为前推一周, 依此类推;

表 3: 世界主要股票指数一周表现

指数	过去一周涨幅(%)	一周涨幅(%)	收盘价
道琼斯工业平均数	2.3	-2.9	10143.8
标准普尔 500 指数	2.4	-3.6	1076.8
纳斯达克指数	3.0	-3.7	2223.5
伦敦金融时报 100 指数	1.7	-3.9	5046.5
法国 CAC 指数	3.7	-4.5	3519.7
德国 DAX 指数	2.8	-2.4	6070.6
东京日经 225 指数	3.0	-2.6	9737.5
香港恒生指数	2.1	2.0	20690.8
印度孟买 sensex30 指数	3.0	0.0	17574.5
俄罗斯 RTS 指数	3.9	-1.5	1387.7
巴西圣保罗交易所指数	1.3	0.6	64823.8
标普/澳证 200 指数	1.0	-3.1	4413.0
台湾证交所加权股价指数	2.7	-0.2	7474.7
韩国 KOSPI 指数	2.2	1.0	1729.8
新加坡海峡时报指数	1.3	0.6	2851.6
上证指数	-2.2	1.6	2552.8
深圳综指	-5.1	1.7	1028.6
沪深 300 指数	-2.3	1.5	2736.3

数据来源: Bloomberg 国信证券经济研究所

2、行业一周表现: 金融地产类表现不错

本周金融地产继续表现不错, 表现最好的是纺织服装。受到出口退税的影响, 生物医药和有色金属和采掘等出现了调整。

表 4: 主要行业指数一周表现

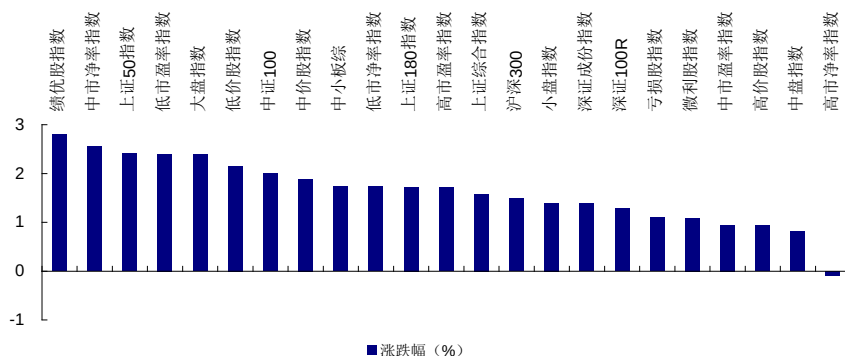
行业	本周收益率 (%)	上周收益率 (%)	行业	本周收益率	上周收益率
农林牧渔	2.39	-5.08	纺织服装	4.07	-4.73
采掘	-1.06	-2.81	轻工制造	2.30	-4.52
化工	0.91	-2.58	医药生物	-0.91	-9.97
黑色金属	0.23	-2.42	公用事业	1.12	-2.53
有色金属	-0.68	-4.04	交通运输	2.07	-1.65
建筑建材	2.04	-2.83	房地产	2.50	-0.20
机械设备	0.35	-5.02	金融服务	3.46	-0.25
电子元器件	2.96	-6.31	商业贸易	1.96	-4.20
交运设备	1.56	-3.81	餐饮旅游	3.58	-4.97
信息设备	1.39	-4.74	信息服务	2.97	-5.36
家用电器	1.75	-3.84	综合	2.41	-3.57
食品饮料	2.22	-4.85			

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

3、风格指数: 大盘继续占上风, 风格不明显

在前面两周大小盘出现了风格轮换, 这周大盘股表现较好, 而小盘和中小板指数表现也较稳定, 表现较差的是中盘指数。

图 2: 不同风格指数本周表现



数据来源: WIND 国信证券经济研究所

四、市场资金供求: 发行节奏依然

1. 一周新股和增发: 新股节奏依然

从本周上市的公司来看, 整个新股的发行节奏依然较快。

表 5: 一周新股

发行日期	名称	发行价格	发行数量(万)	募集资金合计(亿)	上市时间
2010-6-22	金洲管道	22	3350	7.37	
2010-6-22	闰土股份	31.2	7382	23.03184	
2010-6-22	龙星化工	12.5	5000	6.25	
2010-6-22	众业达	39.9	2900	11.571	
合计			18632	48.22284	

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

本周有 1 家公司实施增发方案，为定向增发。

表 6: 一周增发

发行日期	名称	发行方式	发行价格	发行数量(万)	募集资金(亿)	证监会行业
2010-6-21	南方建材	定向	5.86	9310.5802	5.455999997	批发和零售贸易
合计				9310.5802	5.456	

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

本周有 11 家公司提出增发预案，全部为定向增发。

表 7: 一周股票增发预案

预案公告日	名称	发行方式	发行对象	增发数量(万股)
2010-6-26	京东方 A	定向	大股东, 机构投资者	350000
2010-6-26	海利得	定向	机构投资者	8000
2010-6-26	粤水电	定向	机构投资者, 境内自然人	15000
2010-6-25	上海汽车	定向	大股东, 机构投资者, 境内自然人	90000
2010-6-24	安纳达	定向	大股东, 机构投资者, 境内自然人	3400
2010-6-24	蓉胜超微	定向	机构投资者, 境内自然人	7798
2010-6-23	广汇股份	定向	大股东, 机构投资者, 境内自然人	10000
2010-6-23	中国铝业	定向	机构投资者, 境内自然人	100000
2010-6-22	冀东水泥	定向	境外机构投资者	13475.23
2010-6-21	永鼎股份	定向	机构投资者, 境内自然人	7560
2010-6-21	东方锆业	定向	大股东, 机构投资者, 境内自然人	6000

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

2. 一周限售股解禁: 下周解禁股压力较大

下周限售股解禁市值 877 亿元，比上周的 297 亿元少，解禁股压力较大。

表 8: 下周限售股解禁情况

股票简称	可流通时间	本期流通数量(万股)	已流通数量(万股)	待流通数量(万股)	流通股份类型
宝信软件	2010-6-28	11933.1664	5491.2406	8800	股权分置限售股份
广东明珠	2010-6-28	1708.733	27855.1914	4610.736	股权分置限售股份
汉钟精机	2010-6-28	29.8857	4762.38	13380.61	首发原股东限售股份
川大智胜	2010-6-28	748.8	2626.416	4112.784	首发原股东限售股份
海兰信	2010-6-28	277	1108	4154.63	首发机构配售股份
三川股份	2010-6-28	260	1040	3900	首发机构配售股份
天龙集团	2010-6-28	340	1360	5000	首发机构配售股份
豫金刚石	2010-6-28	760	3040	11400	首发机构配售股份
诚志股份	2010-6-28	884.9643	26197.6279	2620.649	定向增发机构配售股份
佛山照明	2010-6-28	31.8517	61564.615	36259.91	股权分置限售股份
中鼎股份	2010-6-28	25199.6102	17355.9034	0	股权分置限售股份
深发展 A	2010-6-28	18125.5712	292411.4263	6.3787	股权分置限售股份
黔轮胎 A	2010-6-28	8484.3539	16945.427	2.9256	股权分置限售股份
西飞国际	2010-6-28	13780.8	152497.4338	81483.61	股权分置限售股份
宏图高科	2010-6-29	6340.7989	30039.006	20259.68	股权分置限售股份
盐湖钾肥	2010-6-29	37674.6965	39074.7343	5.5692	股权分置限售股份
双汇发展	2010-6-29	31180.5	29405.9509	13.0391	股权分置限售股份
现代投资	2010-6-29	10852.5172	29058.7767	5.2961	股权分置限售股份
海通证券	2010-6-29	76343.7708	400242.4962	346195.9	定向增发机构配售股份
重庆水务	2010-6-30	22500	27500	430000	首发机构配售股份
星湖科技	2010-6-30	10124.0749	41986.178	0	股权分置限售股份
卧龙电气	2010-6-30	142.62	42533.536	-142.62	股权激励一般股份
华泰股份	2010-6-30	6823.1855	49443.6218	8597.716	定向增发机构配售股份
青岛碱业	2010-6-30	8554.1984	28952.3095	2072.113	股权分置限售股份
交通银行	2010-6-30	380558.7475	2592991.557	2306447	配股一般股份
鲁丰股份	2010-6-30	390	1560	5800	首发机构配售股份
拓邦股份	2010-6-30	6049.344	9247.8499	1502.806	首发原股东限售股份
昊华能源	2010-7-1	2200	8800	34400	首发机构配售股份
章源钨业	2010-7-1	860	3440	38521.36	首发机构配售股份
南京中商	2010-7-1	717.7103	12035.9427	1600.533	股权分置限售股份
科远股份	2010-7-1	340	1360	5100	首发机构配售股份
蓝帆股份	2010-7-2	400	1600	6000	首发机构配售股份
双箭股份	2010-7-2	400	1600	5800	首发机构配售股份
合众思壮	2010-7-2	600	2400	9000	首发机构配售股份

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

五、估值情况：估值处于较低水平

1. 主要指数估值水平

彭博数据显示，A 股股指的估值水平以沪深 300 为例，目前在 15.4 倍。

表 9：主要指数估值情况

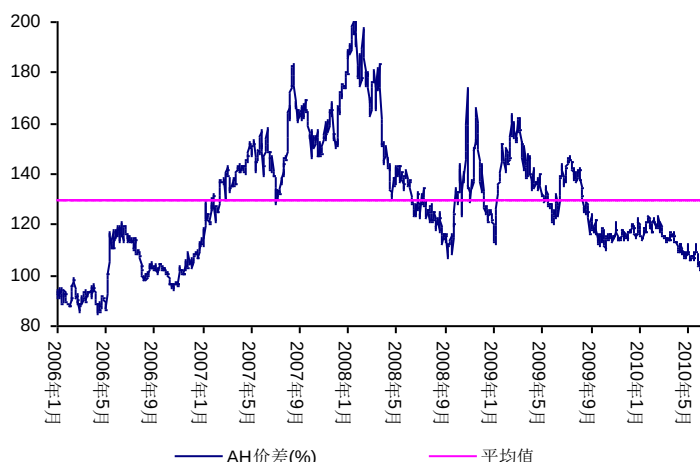
指数	PE	2010PE	2011PE	PB
道琼斯工业平均数	14.2	12.6	11.3	2.5
标准普尔 500 指数	15.6	13.2	11.6	2.0
纳斯达克指数	28.2	17.1	14.4	2.6
伦敦金融时报 100 指数	13.7	10.5	9.1	1.6
法国 CAC 指数	13.4	10.8	9.5	1.2
德国 DAX 指数	15.1	11.8	10.3	1.4
东京日经 225 指数	-	18.0	16.4	1.3
香港恒生指数	15.0	13.6	11.3	1.8
印度孟买 sensex30 指数	18.0	16.9	14.1	3.2
俄罗斯 RTS 指数	7.7	6.7	5.7	1.0
巴西圣保罗交易所指数	13.9	12.4	9.6	1.9
标普/澳证 200 指数	-	14.2	11.8	1.9
台湾证交所加权股价指数	17.5	13.7	12.4	1.9
韩国 KOSPI 指数	12.1	10.4	9.5	1.3
新加坡海峡时报指数	13.3	14.1	12.7	1.6
上证指数	19.0	15.0	12.2	2.5
深圳综指	33.4	23.3	17.9	3.9
沪深 300 指数	18.3	15.4	12.3	2.6

数据来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

2. A-H 股溢价率：处于较低水平

根据恒生 AH 溢价指数，A 股和 H 股的最新溢价率为-0.8%，AH 溢价水平波动较小。

图 3：恒生 AH 溢价指数



数据来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煜	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华					
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232				
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	