

# 荷尽已无擎雨盖，菊残犹有傲霜枝

## A 股四季度投资策略

2010 年 9 月 23 日

### 投资要点:

- 所谓结构性牛市，是市场借经济转型之由，用有限的流动性攻击小市值个股，新兴产业个股泡沫很高。
- 随着人民币自由兑换进程加快，可关注 B 股这个子市场。
- 宏观面看，经济增速下滑，物价上升，股市监管却日趋严厉。
- 人民币长期无升值趋势，短期升值未必利好股市，货币活性化程度降低，11 月却有抛售意愿最强烈的小非出笼。
- 权重板块估值极低，但发动行情的条件并不具备，需长期跟踪。
- 弱市中，资产重组股是吸引眼球的唯一方向。

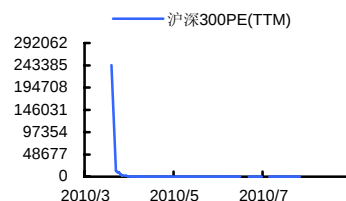
### 主要数据

上证指数/深圳成指 2591.55/11210.74  
 沪深 300 2857.48  
 上证总市值(亿元)  
 上证流通市值(亿元)  
 上证市盈率  
 深圳综合市盈率

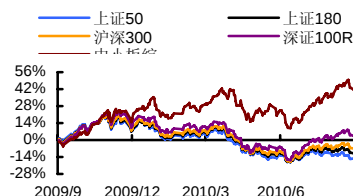
### 上证 A 股行情图



### 沪深 300PE(TTM)



### 主要指数走势图



研究员: 郑旻  
 职业资格证书编号: S0020208050728  
 电 话: 021-51097188-1823  
 电 邮: zhengmin@gyzq.com.cn  
 联系人: 赵喜娟  
 电 话: (86-21) 51097188-1952  
 电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn

# 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、结构性牛市暂告段落 .....              | 4  |
| 1、经济转型催生结构性牛市 .....            | 4  |
| 2、各板块在结构性牛市中的表现 .....          | 5  |
| 3、马太效应的背后 .....                | 6  |
| 3.1 流动性足够泛滥吗 .....             | 6  |
| 3.2 市场投资者结构分析 .....            | 8  |
| 二、宏观政策的两难抉择 .....              | 9  |
| 1、房价单引擎拉动的经济增速 .....           | 9  |
| 2、过剩的流动性泛滥到终端物价 .....          | 10 |
| 3、资本市场监管越来越严厉 .....            | 10 |
| 三、资金筹码比发生变化 .....              | 11 |
| 1、人民币升值带来什么 .....              | 11 |
| 2、货币活性化程度降低 .....              | 13 |
| 3、四季度的筹码供应情况 .....             | 14 |
| 四、物极必反和否极泰来 .....              | 15 |
| 1、市场焦点的两极化 .....               | 15 |
| 2、大盘股估值被压缩的原因 .....            | 16 |
| 2.1 周期类股值得如此看空吗 .....          | 16 |
| 2.2 权重板块真有这么重吗 .....           | 18 |
| 2.3 中石油噩梦难消 .....              | 19 |
| 2.4 银行股成估值争论的焦点 .....          | 19 |
| 3、大盘蓝筹股启动行情的必要条件 .....         | 19 |
| 3.1 资金充裕 .....                 | 19 |
| 3.2 国际市场走强 .....               | 20 |
| 3.3 GDP 增速加快 .....             | 20 |
| 4、加息与否事关重大 .....               | 21 |
| 4.1 四季度加息——靴子落地，银行股触底 .....    | 21 |
| 4.2 四季度不加息——最大的利空在于“不确定” ..... | 21 |
| 4.3 加息的概率 .....                | 21 |
| 五、主题投资的机会 .....                | 21 |
| 图 1：上证综指和中小板综指今年以来的对比 .....    | 4  |
| 图 2：各子市场指数对比 .....             | 4  |
| 图 3：元旦至中秋的板块对比（上） .....        | 5  |
| 图 4：元旦至中秋的板块对比（下） .....        | 6  |
| 图 5：年初的板块平均总市值（上） .....        | 6  |
| 图 6：年初的板块平均总市值（下） .....        | 6  |
| 图 7：居民储蓄与流通市值比 .....           | 8  |
| 图 8：固定资产投资和房地产投资同比增速 .....     | 9  |
| 图 9：M1 和 CPI 的关系 .....         | 10 |
| 图 10：中美两国货币供应量和 GDP 之比 .....   | 11 |
| 图 11：热钱和上证综指的关系 .....          | 12 |
| 图 12：日元汇率和日经指数 .....           | 12 |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 13: 货币活性化程度和上证综指 .....            | 13 |
| 图 14: 解禁压力表.....                    | 14 |
| 图 15: 减持与指数的关系.....                 | 14 |
| 图 16: 各指数的 PE 情况 .....              | 15 |
| 图 17: 各指数的 PB 情况 .....              | 16 |
| 图 18: 各行业估值.....                    | 16 |
| 图 19: 上证综指和香港恒生指数.....              | 20 |
| 图 20: GDP 单季增速 .....                | 20 |
|                                     |    |
| 表 1: 战略性新兴产业的估值水平 .....             | 7  |
| 表 2: 2000 年和 2010 年监管事项对比 .....     | 10 |
| 表 3: 网络股时代的板块表现(成分股算术平均).....       | 17 |
| 表 4: 9 月 21 日的各行业板块表现(成分股算术平均)..... | 18 |
| 表 5: B 股折价率排名 (9 月 21 日) .....      | 22 |

## 一、结构性牛市暂告段落

总体而言，股市已经入秋。纵然百花凋零，也有“满城尽带黄金甲”的盛景，秋季投资，就是找出“百花发时我不发，我若发时百花杀”的菊花板块。

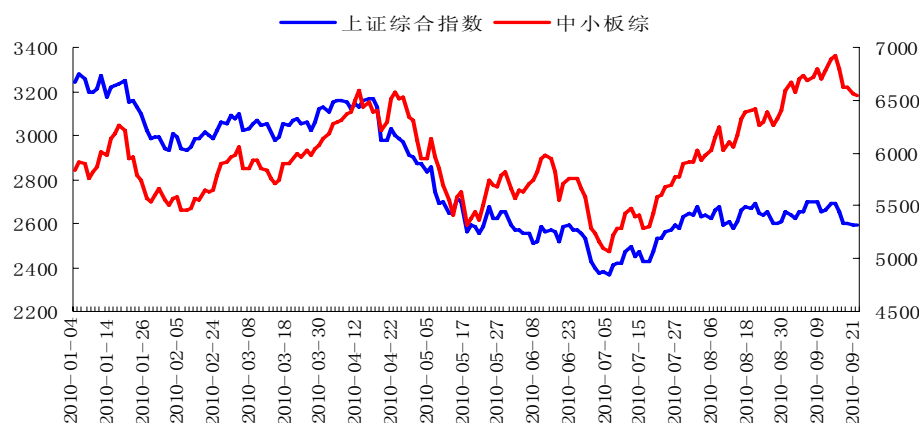
如“半杯水看态度”中，乐观的人看到还剩半杯水，悲观的人看到一半水已没了的故事，A股当前就是那半杯水——乐观的人看上证综指，“还躺在地上嘛”；悲观的人看中小板综指，“都历史新高了”。

前所未有的指数、板块及个股分化行情令市场走势颇为复杂，多空各执一词，下面我们就从行情回顾入手，从行情发展的脉络和逻辑中，理出头绪，在四季度可能发生的情景分析模式中，给出尽可能接近真相的答案。

### 1、经济转型催生结构性牛市

习惯于看上证综指的投资者始终没有看到今年有像样的行情，但实际上“八类”个股已早就走成牛市格局。

图 1：上证综指和中小板综指今年以来的对比

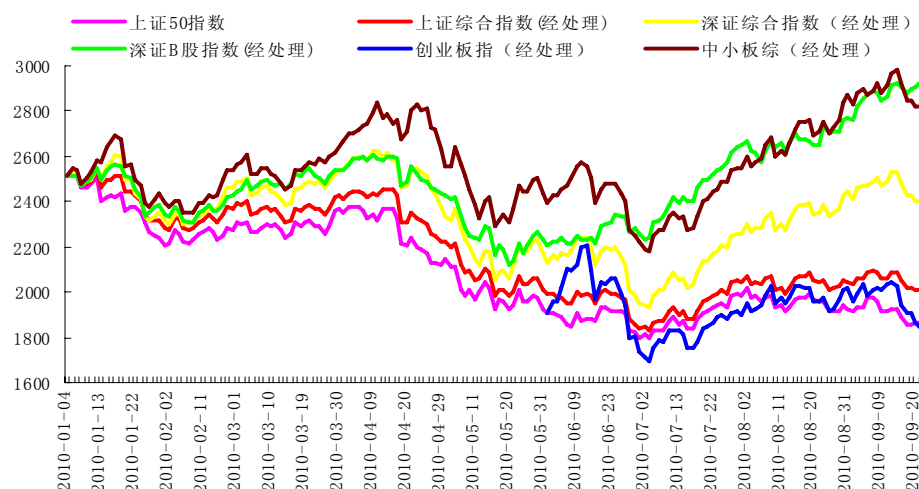


资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

很明显的看到，在今年 4 月开始，两个指数发生了明显的分化，中小板综合指数明显强于上证综指，创出历史新高。

更令人迷惑的是，B 股、创业板、中小板和主板这些子市场的分化状况越来越明显。

图 2：各子市场指数对比



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

我们发现上证 50 指数最弱，其次为创业板指、上证综指、深证综指和中小板综指。深圳 B 股指数则最为强劲。

需要注意的是，创业板指刚开始的一个月左右较强劲，随后开始跌落，截止中秋节前已和上证 50 一样沦为最弱指数。

从指数的对比情况不难发现：**拥有权重股越多的市场表现越差，拥有小市值股票越多的市场表现越好。**

B 股市场的走强于 6 月 20 日的“二次汇改”之后，有其内在机理：

随着小 QFII 推出以及“二次汇改”，人民币汇率越来越倾向市场化，汇率管制逐步放开。AB 股合并的唯一条件就是人民币资本项目下的自由兑换，既然汇率有放开趋势，表明自由兑换进程加快，因 AB 股一倍以上的差价存在，导致 B 股中线将走强。

**我们对 B 股的中线趋势看好，对其中 B 股折价大，分红率高的企业应重点关注，战略配置**（表 5 列出除业绩亏损和市盈率过百的 B 股折价率 4 成以上的个股供参考）。

**但是在 B 股的配置上需要注意以下几个问题：**

第一，AB 股合并必须在人民币自由兑换后才能实现，之前仍体现为美元或港币资产，因流通性差，汇率波动大，投资者宜做好长期抗战的准备，A 股中题材股有全面价值回归风险，此类 B 股应回避。

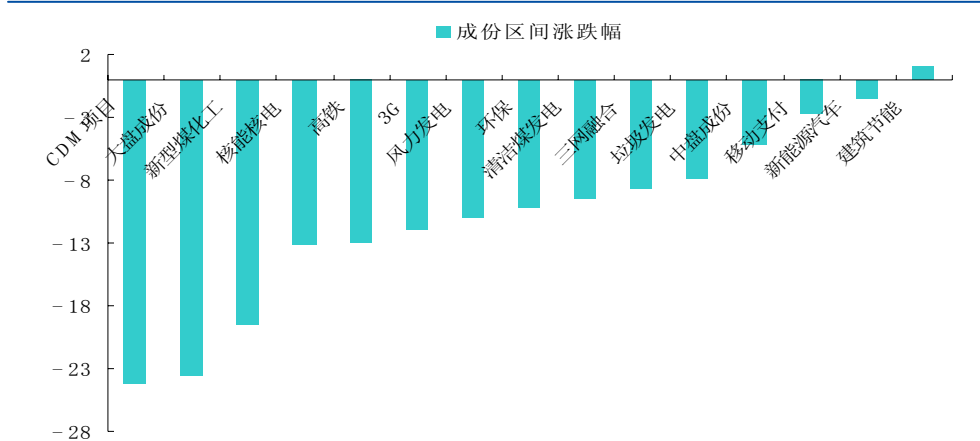
第二，美元投资渠道稀少，美元利率将长期低位徘徊，拥有长期分红超存款利率的优质 B 股是首选。

第三，B 股的折价率隐含了 AB 股股本的对比，要警惕 B 股流通盘远超 A 股的折价高的公司。

## 2、各板块在结构性牛市中的表现

指数的分化最终落实到板块上。我们以大盘、中盘、小盘为划分标准，将各新兴产业的板块与之对比，得到以下结论。

图 3：元旦至中秋的板块对比（上）



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

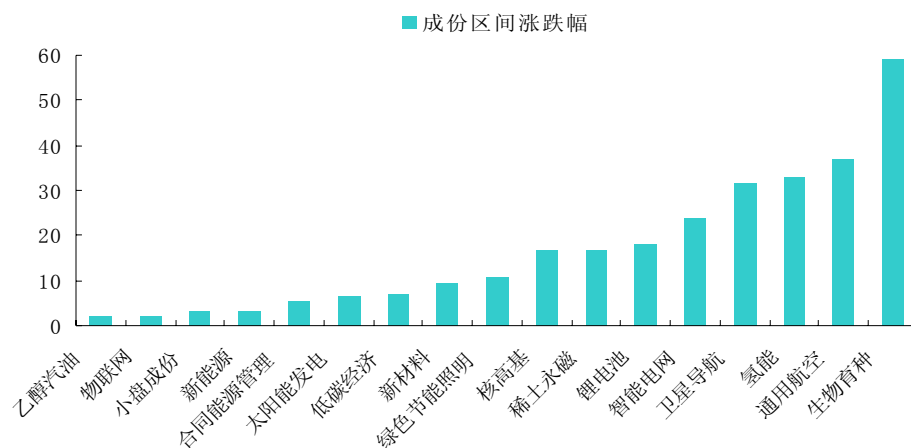
从元旦至今，大盘股、中盘股和小盘股的涨跌幅分别为-23.58%、-5.21%和 3.11%。

这与上文中上证 50 指数表现最差，中小板综指表现最好的情况吻合。

再以战略性新兴产业中各板块与大盘、中盘、小盘股的涨跌幅对比，我们看到，CDM 项目整体跌幅最大，为 24.17%，超过了大盘股的跌幅，不过这个板块大部分都是钢铁、电力股，其中还包含了中国石油在内。

跌幅次之的是新型煤化工、核电、高铁、3G、风力发电、环保、清洁煤发电、三网融合、垃圾发电、移动支付、新能源汽车等，整体跌幅分别为 19.47%到 1.53%不等。而比小盘股的整体涨幅更大的板块分别是生物育种、通用航空、氢能、卫星导航、智能电网、锂电池、稀土永磁、核高基、绿色节能照明、新材料、低碳经济、太阳能发电、合同能源管理、新能源。涨幅分别为 59.29%到 3.42%不等。

图 4：元旦至中秋的板块对比（下）



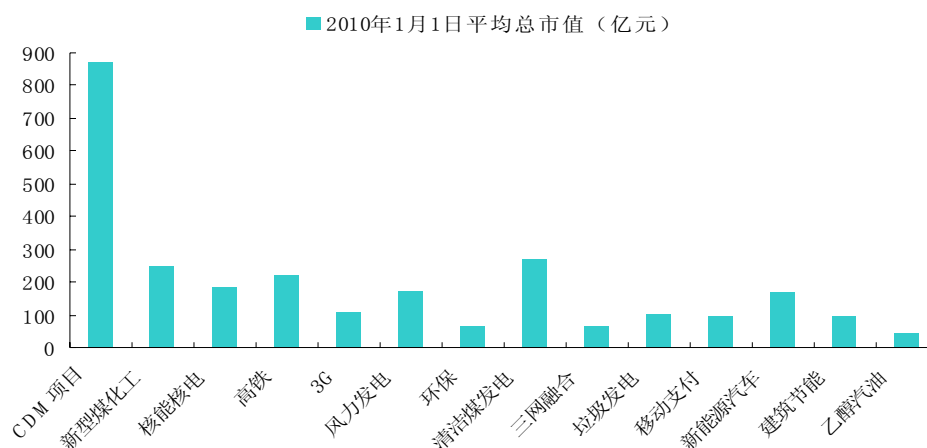
资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

### 3、马太效应的背后

#### 3.1 流动性足够泛滥吗

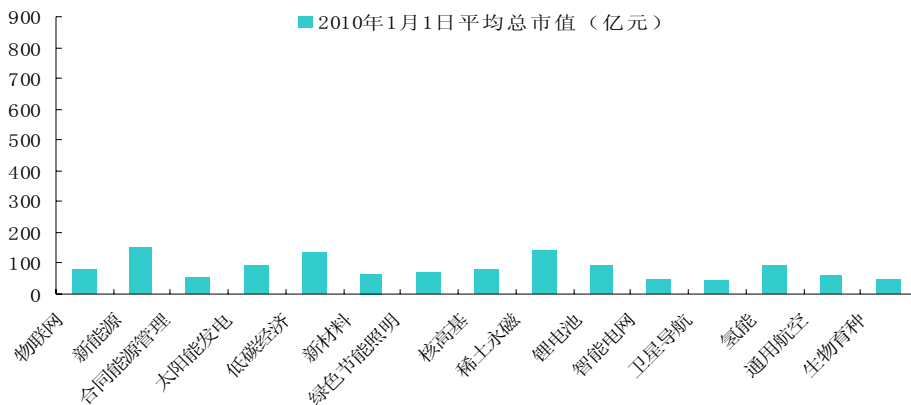
与指数和板块、个股分化相对应的是总市值不同的个股，表现截然不同：市值越小的股票涨幅越大，反之则跌幅越大。

图 5：年初的板块平均总市值（上）



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

图 6：年初的板块平均总市值（下）



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

我们发现，战略性新兴产业板块之所以出现分化，与其平均总市值有很大关联。总市值大的股票不容易推升，跌幅靠前，像 CDM 项目跌幅大于大盘股平均水平，是因为该板块个股的平均总市值在今年初高达 871 亿元。此外，超过 200 亿元的还有新型煤化工、高铁和清洁煤发电，它们的表现远落后大盘。

相反，涨幅最大的生物育种、通用航空、卫星导航和智能电网板块，大多是总市值在 50 亿元左右的个股。

**所谓结构性牛市，是市场借经济转型之由，用有限的流动性攻击小市值个股。**

从估值状况看，涨幅巨大的所谓战略性新兴产业个股，估值高得离谱，价值回归势在必行。（因动态估值的主观臆测成分较多，我们采取静态估值与历史比较的方法，这样相对较客观。）

表 1：战略性新兴产业的估值水平

| 板块名称   | 2009 年整体法 PE | 2010 年中报整体法 PB |
|--------|--------------|----------------|
| CDM 项目 | 20.04        | 2.06           |
| 高铁     | 24.48        | 2.2            |
| 垃圾发电   | 19.94        | 2.29           |
| 新型煤化工  | 31.86        | 2.6            |
| 3G     | 45.18        | 2.87           |
| 清洁煤发电  | 26.62        | 2.94           |
| 三网融合   | 54.96        | 3.07           |
| 风力发电   | 30.48        | 3.14           |
| 核能核电   | 35.34        | 3.2            |
| 环保     | 37.33        | 3.4            |
| 新能源    | 40.49        | 3.7            |
| 新能源汽车  | 28.86        | 3.73           |
| 乙醇汽油   | 83.87        | 4.2            |
| 建筑节能   | 44.1         | 4.22           |
| 低碳经济   | 38.37        | 4.37           |
| 移动支付   | 49.15        | 4.54           |
| 太阳能发电  | 55.31        | 4.57           |
| 新材料    | 70.41        | 4.61           |
| 物联网    | 54.51        | 4.91           |
| 稀土永磁   | 76.28        | 5.24           |
| 合同能源管理 | 54.45        | 5.41           |
| 智能电网   | 59.34        | 5.49           |
| 核高基    | 58.14        | 5.54           |
| 通用航空   | 100.02       | 5.67           |
| 锂电池    | 72.09        | 6.14           |
| 氢能     | 78.28        | 6.61           |
| 卫星导航   | 76.48        | 7              |
| 生物育种   | 91           | 7.52           |

资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

历史上看，当整体市净率达到 6 倍或者静态市盈率达到 60 倍，市场就会转而下跌。2007 年 10 月 16 日的大牛市顶端，极限的 6124 点出现的那一天，整体 A 股的市净率是 7.75 倍，静态市盈率是 78 倍。

从统计表中可以看到，上涨幅度最大的板块恰好是估值水平最高的股票，像生物育

种、卫星导航、氢能、锂电池、通用航空、智能电网等，都存在着巨大的泡沫。

之所以会产生有限资金冲击小市值个股的情况，是因为整体资金状况捉襟见肘。

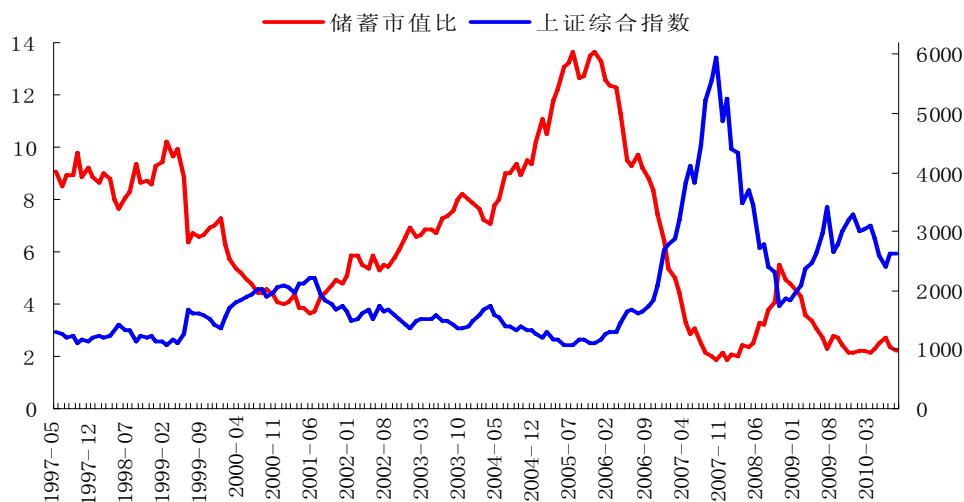
我们引入“储蓄市值比概念”。用每月月底的居民储蓄存款余额比上两地流通市值(除去中国石化、工商银行和建设银行的大非解禁股)，用得到的“储蓄市值比”表明场外资金与场内筹码对比后的丰歉程度。

历史上 05 年下半年该比值最高达 13.66 倍，最低的 07 年 10 月只有 1.84 倍，这两个分别是牛市和熊市启动点。

08 年 10 月，经过一年左右的下跌，市值蒸发，该比值到了 5.5 倍后启动行情，到了 09 年 12 月，下降到了 2.12 倍。随着大小非解禁和股价上涨，流通市值不断增加，2010 年 1 月后上证综指下跌。结构性牛市令小市值个股市值膨胀，这并未影响整体的储蓄市值比，最高该指标上涨到 6 月底的 2.70 左右，引发了整体性的反弹，但 8 月底又降到 2.24，从半年来的统计来看，比值到 2.2 以下就会触发下跌。

因此，可供入市资金不足，四季度行情下跌比上涨更为容易一些。

图 7：居民储蓄与流通市值比



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

### 3.2 市场投资者结构分析

截止 8 月底，全部基金资产净值为 21376.07 亿元，而沪深两地的流通市值高达 148750.33 亿元，若去掉货币市场基金、债券型和偏股型基金等，真正投资股票的基金净额恐怕只有总流通市值的 10% 左右，因此基金在各机构投资者中虽处首位，额度超过券商自营、阳光公募、集合理财、保险、信托等各种机构资金，但依然在市场上并非主流。

显然，剩下 90% 的资金来源除了上述机构资金和产业资本的资金之外，个人投资者占了大多数。

我们对 2010 年至 9 月 21 日以来的交易异动做了统计，其中共有 274 项“连续三个交易日涨跌幅偏离值达 20%”的个股，这些个股大多数是阶段性牛股，短期涨幅惊人。而我们从交易所公布的前十名交易席位情况来看，除了 9 月 20 日到 9 月 21 日的新希望和领先科技有机席位买进之外，其余交易中机构席位大部分缺席在买进席位中。这些连续三天上涨的个股要么是营业部之间的个人投资者买卖，要么机构席位在卖出列中，也就是基金卖光，该股走牛！

事实上，基金缺席牛股是今年的行情最大的特征，私人投资者名字频繁见诸十大股东之列，这些状况表明各种类型的私募是当前行情的主要冲击力量。这些私募或以“涨停敢死队”形式出现，或以“联合坐庄”形式出现，前者靠突发事件短平快

交易，建仓拉升出货一气呵成，给市场极大的视觉冲击；后者是在深入调研的公司前景基础上，吸收六成左右流通盘，滚动向上拉升，也就是历史上典型的“新疆德隆”模式。

上述两种模式是今年最大的赢家，而基金重仓的股票大部分都很难跑赢大盘，甚至很难获得正收益。

私募在市场成为主角，一方面与公募基金激励机制不到位，优秀基金经理纷纷转投私募有关，另一方面也与整体资金量共计不足有关。这造成两大后果：第一，投资理念发生了变化，估值不再是推动行情的主要逻辑。第二，操作上，技术手段比逻辑演绎更为关键。

## 二、宏观政策的两难抉择

2010 年上半年 GDP 增速是 11.1%，但一季度增速是 11.9%，二季度增速是 10.3%，出现了明显的回落。如果说 2008 年通缩时期，经济增速回落，我们还有“货币政策”和“财政政策”两大王牌可出的话，如今经济增速回落的同时物价上升，政策陷入两难。

### 1、房价单引擎拉动的经济增速

2009 年，资本形成总额对 GDP 的拉动占 94%，GDP 依赖投资单引擎拉动的特征很明显。而其中房地产价格上升造成的房地产投资快速增长对投资增速功不可没（下图中红线从 09 年 3 月开始上涨）。房地产投资经过 2009 年下半年增速小幅回落之后，今年 8 月再次出现单月同比增速达 34% 的热烈局面，这直接导致了 8 月工业增加值、PMI 等数项经济指标的回升。

图 8：固定资产投资和房地产投资同比增速



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

经“史上最严厉”的调控政策后，我们看到全国 70 个大中城市房屋销售价格 8 月同比上涨 9.3%，涨幅比 7 月份缩小 1.0 个百分点；环比与上月持平。新建住宅销售价格同比上涨 11.7%，涨幅比 7 月份缩小 1.2 个百分点；环比与上月持平。8 月的全国商品房库存在进一步回升，价格下行的压力并没有完全消失。

此轮房地产调控的决心是“房价不跌，调控不止”，既然 8 月房地产价格再次上升，且居民对房产上涨预期再度增强，房地产的新一轮调控政策出台也在情理之中。

且不说房地产调控对房价究竟影响几何，就房地产调控政策出台之后必然令房屋销售下降（除非价格大跌），房地产开工率回落，投资增速回落，从而引发整个 GDP 回落。

## 2、过剩的流动性泛滥到终端物价

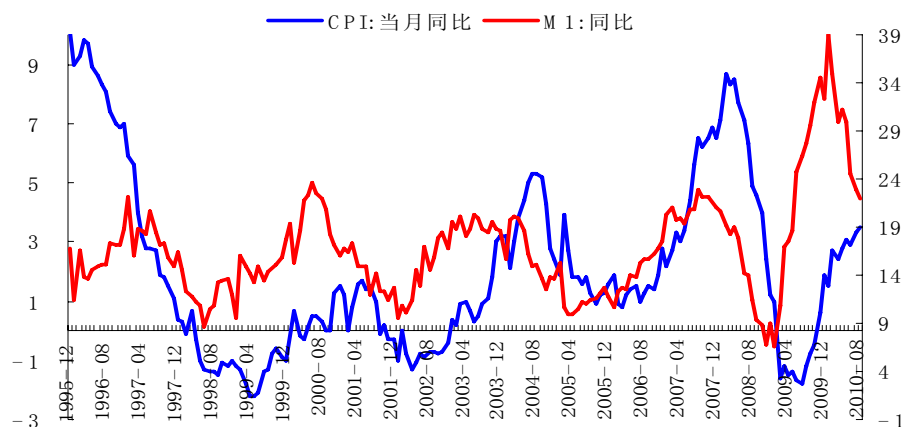
今年以来，CPI 变成了最测不准的东西。当 6 月 CPI 同比回落到 2.9% 时，各大机构纷纷表示“高点已现”；当 7 月 CPI 上升到 3.3% 时，统计局解释为“翘尾年内最大”，8 月之后会有回落；当 8 月 CPI 再次上升到 3.5% 时，“翘尾因素”从最高 7 月的 2.11% 下降到了 8 月的 1.61%，于是，自然灾害又作为物价上涨的借口。

我们预计 9 月 CPI 依然会创年内新高，“翘尾”9 月回落到了 1.20%，我们不知道届时统计局还有什么借口可以解释。随着刘易斯拐点来临，农产品中包含的人工成本无法下降，四季度 CPI 仍将高位徘徊。

事实上，物价的上涨完全是因为泛滥的流动性。

统计表明，狭义货币 M1 与物价指数关系密切。流通中的现金和企事业单位的活期存款超量发行后，势必引起物价上升。历史上每次 M1 增速超过 20% 时，CPI 最多滞后 6 个月会被带动上来，这次比较特殊。M1 在 09 年 10 月之后持续 8 个月维持在 30% 左右的增速水平，这是与 1992 年恶性通胀时期差不多的货币增速了，而 CPI 仅在 3% 左右徘徊。

图 9：M1 和 CPI 的关系



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

我们认为这种现象不可持续，CPI 必然会被超量货币带动上行，通货膨胀从根本上看，本来就是货币因素。如此超量的货币最终会传到终端物价上。

9 月中旬，全国人大财经委副主任委员吴晓灵表示，“当前应适当提高对通胀的容忍度”，显然管理层不会用加息来刺破资产泡沫，我们必须容忍四季度持续的通胀上升。

## 3、资本市场监管越来越严厉

实体经济回落，物价水平上升，“滞涨”越走越近。在宏观经济无法支撑股市的同时，似曾相识的一幕又发生了——股市在水涨船高之后，机构和散户、大资金和小资金之间的矛盾日益尖锐，当前出现了类似 2001 年年初时监管趋严的一幕。

回想十年前银广夏和蓝田股份的股价下跌，投资者认为事不关己；基金黑幕被爆出，投资者拍手称快；操纵股价者被判刑，投资者认为抓走蛀虫有利市场；素不知，水至清则无鱼，这是亘古不变的道理，于是 01 年 6 月后的那条瀑布出现了……如上文所述，当前市场的“牛股”大部分依赖私募，仍沿用以前的模式操纵股价，这种上升是很难持续的，尤其在监管措施日益严厉之后。

表 2：2000 年和 2010 年监管事项对比

| 事项   | 10 年前                                                                                                | 现在                                                                                                                       |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 操纵股价 | 2001 年 4 月 26 日，证监会决定罚没亿安科技操纵者 9 亿元违法所得。                                                             | 2010 年 9 月 9 日，深圳证券交易所发文称“将精确打击概念炒作、操纵股价”。                                                                               |
| 基金黑幕 | 2000 年 10 月 8 日，《财经》杂志披露基金黑幕，国内 10 家基金与之打起口水仗。2001 年 3 月 24 日，证监会宣布对博时基金使用不正当手段进行股票买卖是否构成证券欺诈进行立案调查。 | 2010 年 9 月 6 日，证监会通报 3 起基金老鼠仓案结果，其中一例被移交法办，开创基金老鼠仓被刑拘的先河。                                                                |
|      | 2001 年 8 月，《财经》杂志揭露银广夏造假，当月证监局立案调查。该股停牌 30 天后从 30.79 元下跌到案调查；2010 年 1 月，航天通信被立案调查财务公司造假 7 元下方。       | 2009 年 9 月，五粮液因虚假陈述，财务造假被立案调查；2 月，四川长虹被曝造假；5 月和 9 月，2003 年 10 月 26 日，蓝田股份被媒体爆出造假，2003 年分别撰稿质疑东方园林；8 月，佛山照明董事长年即退市进入三板市场。 |
|      |                                                                                                      | 和董秘被立案调查……                                                                                                               |

资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

### 三、资金筹码比发生变化

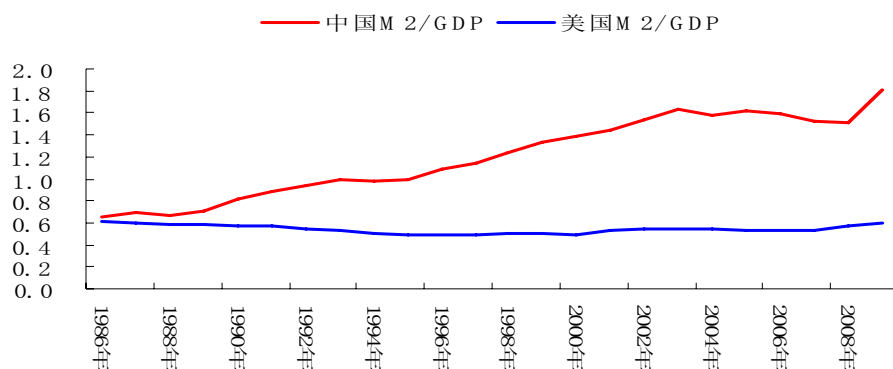
如果说宏观经济状况和股市政策仅对公司业绩及股价长远有影响的话，那么资金和筹码的供求关系就是影响股票价格的最首要因素。

#### 1、人民币升值带来什么

人民币二次汇改后，升值幅度巨大。但我们认为人民币二次汇改的内容是汇率双向浮动，汇率管制放开，逐步走向市场化，并非汇率一次性重估，之所以短期内升值，与美元此阶段贬值有关。**人民币相对美元升值，相对其他货币未必升值。**

人民币实际有效汇率指数在 5 月时为 119.97，6 月二次汇改后人民币对美元升值重启，有效汇率指数是 119.05。7 月和 8 月外汇占款大量增加，“热钱”涌入明显，但实际有效汇率指数分别为 117.91 和 118.64，**我们没有看到人民币趋势性升值的表现。**长期看，我们认为人民币购买力持续贬值，对美元未必会呈现趋势性升值。

图 10：中美两国货币供应量和 GDP 之比



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

通货膨胀的定义，是指纸币的发行量超过商品流通中所需要的货币量而引起的货币贬值、物价持续上涨的状况。

根据这个定义，我们用 M2，即货币供应量来代表纸币发行数量，用 GDP 来代表可流通的商品，将中美两国此数据进行对比后，结果就出来了：中国的通货膨胀压力是美国的三倍。

1986 年，中国的 M2/GDP 仅为 0.68，与美国相当。但 2009 年，该比值上升到 1.81

倍，表明发行的纸币是当年流通商品价值的 1.81 倍。美国此数值是 0.60 倍，他们生产 14 万亿的 GDP, 只发行了 8.5 万亿的货币。

全球对美国前所未有的“定量宽松货币政策”很紧张，素不知，中国货币状况有过之而无不及。若以人民币汇率 6.7，全部折成人民币，中国 09 年的 GDP 是 33.5 万亿元，美国是 95.7 万亿元；而中国发行的人民币是 60.6 万亿元，美国发行的美元是 57.3 万亿元。

这也就是说，中国生产的 GDP 是美国的 1/3，但发行的货币已经超过美国。因此我们不觉得人民币比美元更有购买力，人民币的升值是不可持续的。

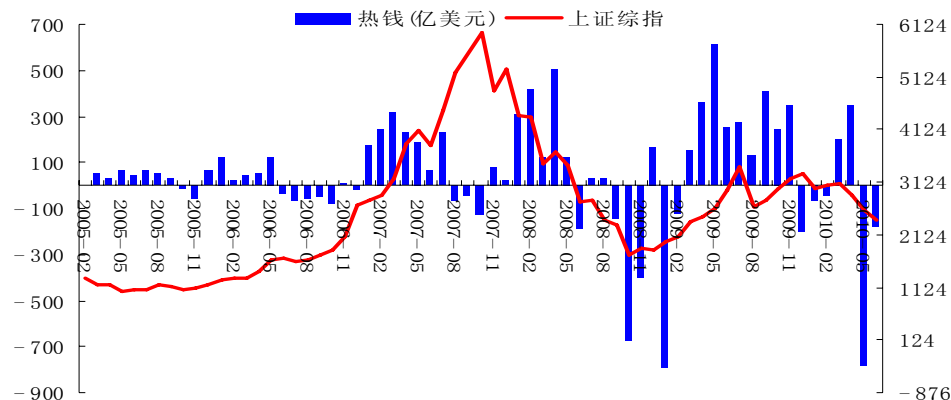
市场对本币升值拉动股市的幻想仍停留在 2005 年到 2007 年的阶段，我们有两例可说明：本币升值中后期，升值对股市并没有正向拉动作用。

**第一例是 2008 年的 A 股**，不仅人民币仍在升值，且上半年仍有热钱不断流入，但股市持续下跌。

2007 年 12 月到 2008 年 5 月，“不可解释的外汇”，即热钱，持续流入中国境内。其中 08 年的 1 月、2 月和 4 月，单月流入金额高达 300、400 和 500 亿美元，创历史新高。记得当时引起市场普遍的强烈关注，但是，上证综指犹如石头坠地，中间连像样反弹都没发生过。

这一点与 2007 年 10 月之前热钱流入完全不同，表明升值中后期热钱对资本市场并无绝对的正向拉动作用。

图 11：热钱和上证综指的关系



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

不过，我们看到升值中后期，两次热钱流出倒会引起股市下跌。

**第二例是近 30 年的日经指数和日元汇率**，同样表明本币升值初期对指数有明显拉动作用，中后期反而对股市有利空影响。

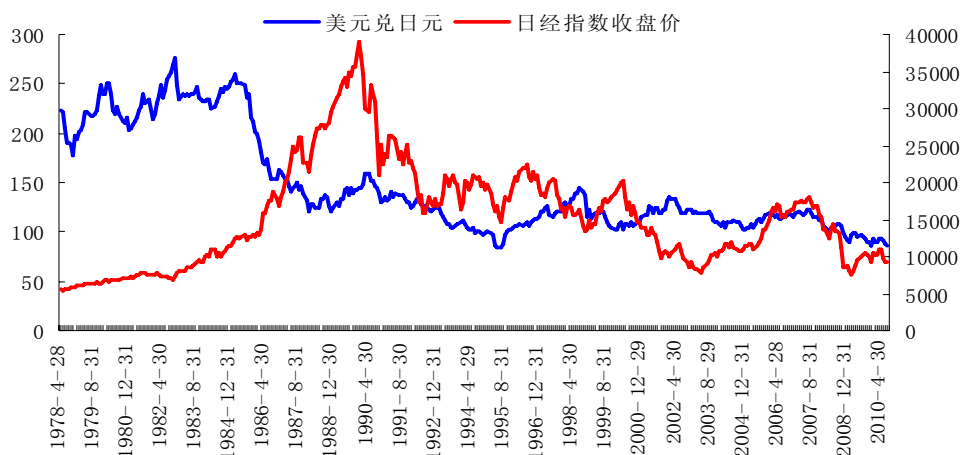
日元和日经指数的关系经历了三个阶段：

第一阶段是从 1978 年 4 月日经指数 223 附近到 1985 年 8 月的 250 附近，日元低位震荡，升值预期强烈，此时日经指数震荡上行，从 5500 点上升到 12700 点。本币升值预期在最初推动股指很明显。

第二阶段是 1985 年 9 月的广场协议到 1989 年年底，日元汇率从 250 附近上升到 145 附近，而日经指数从 12700 点飙升至 38000 多点。这是本币升值初期明显的推动股指案例。

第三阶段是 1990 年初至今，日元汇率从 145 附近上升到 86 附近，但日经指数从 38000 多点跌到 9200 点左右，表明本币升值中后期，本币越升值，越使人担心国内经济状况，反而对股市产生利空影响。

图 12：日元汇率和日经指数



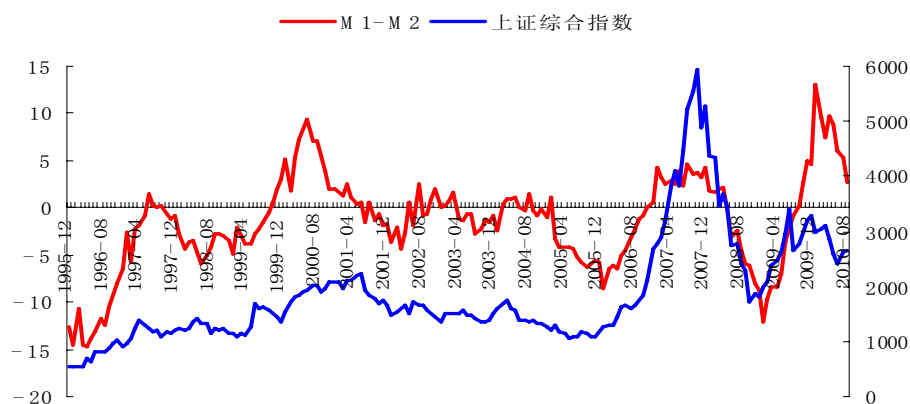
资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

综上所述，我们不仅不能对人民币升值抱有长期趋势性的幻想，更不能对人民币升值带动指数抱有不切实际的幻想，理性的来看，人民币长期升值并不成立，即使升值也未必利好股市。

## 2、货币活性化程度降低

尽管金融危机发生以来，我国货币投放量增速迭创历史新高，且 2009 年在 GDP 是美国 1/3 的背景下，货币供应量已经超过美国，但低利率和宽松货币已令中国经济陷入“流动性陷阱”，货币活性化程度从 2010 年起逐步走低。

图 13：货币活性化程度和上证综指



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

如果我们用狭义货币 M1 的增速减去广义货币 M2 的增速，以此来代表货币的活性化程度画一条红线，我们发现它与图中蓝线，即上证综合指数有较好的吻合度。根据定义“ $M2=M1+\text{企事业单位定期存款}+\text{居民储蓄存款}$ ”，当 M1 增速超过 M2 时，即表示现金和企事业单位的活期存款增速较快，有存款性质的货币增速较慢，M1 比 M2 越大，表示货币活性化越厉害，相对应的股市推动力也越强。

经过统计发现，M1-M2 的剪刀差向上攀升，股指同期也会向上，一旦剪刀差向下回落，股市同期也将出现回落。

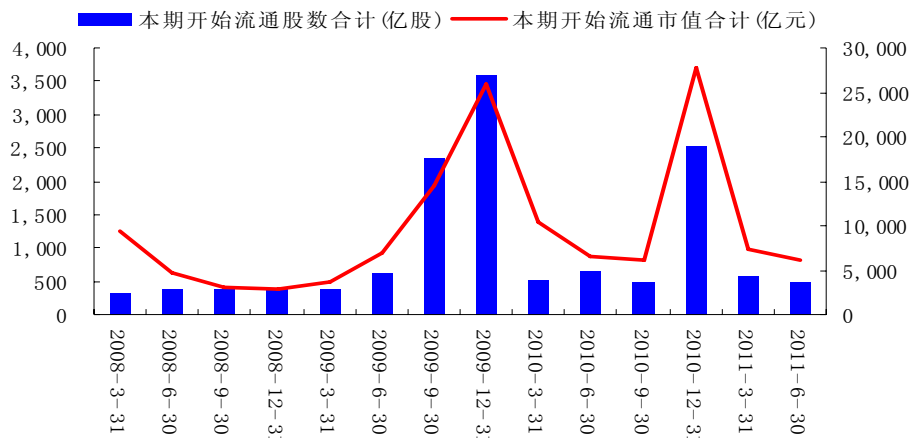
从 1995 年至今的统计情况可见，去掉几个极端情况，M1-M2 的剪刀差大致在 -5 到 5 之间波动。当剪刀差向下波动，达到 -5 时表明股市离底不远，而当其向上波动，超过 5 之后，表明股市离顶不远。

截止今年 8 月底，M1-M2 从 13 附近持续回落到 2.7，离 -5 的波段低位尚有很大的距离，表明货币活性化程度降低的背景下，股市回落之路也很漫长。

### 3、四季度的筹码供应情况

从解禁表上看,2010 年 4 季度的解禁市值高达 2.77 万亿,相当于去年 GDP 值的 8.4%,是股改后压力最大的一个季度。

图 14: 解禁压力表



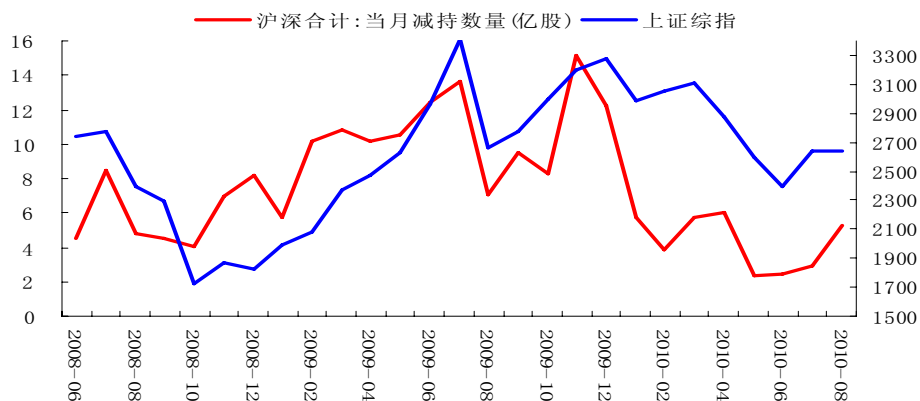
资料来源: Wind 资讯、国元证券投资研究中心

不过细看,10 月有中国神华 145 亿股大非,11 月有中国石油 1579 亿股大非,12 月 120 亿中国中铁,各 50 亿左右的中海集运、中国远洋、中国太保、武钢股份等大非,4 季度解禁股压力跟平时也差不多。

但是,我们必须注意 11 月 1 日起,创业板小非的解禁。

11 月,共有 28 家创业板小非解禁,解禁股数为 11.99 亿股,若每股按 20 元计算的话,则解禁市值达 240 亿元。诚然,相对每月动辄 2000 到 3000 亿的解禁市值而言,240 亿不算什么,但是考虑到私人持股,且持股分散,成本极低,前期准备工作比较充分(40 多位创业板高管提前辞职),我们认为这些低价筹码会迅速抛售,给市场较大打击。

图 15: 减持与指数的关系



资料来源: Wind 资讯、国元证券投资研究中心

市场越涨,减持越多,减持股数与指数呈明显正相关,预示着市场向上压力很大。根据统计,2010 年至今,每月减持股数最多仅为 5 亿股左右。一方面因为 2010 年不像 2009 年一路向上,高位震荡导致减持数下降;另一方面,大量解禁股未减持,为将来行情埋下隐患。

不过令人担心的是 11 月即将迎来创业板近 12 亿股的小非解禁,远超今年以来每月最多 5 亿股左右的减持数。创业板基本都与“战略性新兴产业”挂钩,是前期人气

最旺，最具赚钱效应的板块，一旦集中减持，我们担心孱弱的大盘无法承受。

## 四、物极必反和否极泰来

尽管期指开设后，沪深 300 指数作为衍生品的标的物更受人关注，但作为存续时间长达 20 年的上证综指来说，大部分投资者（包括机构投资者）都习惯了以这个指数来衡量市场。但是上证综指中，大盘蓝筹股的估值在极低的情况下，继续向下探底，导致指数失真。

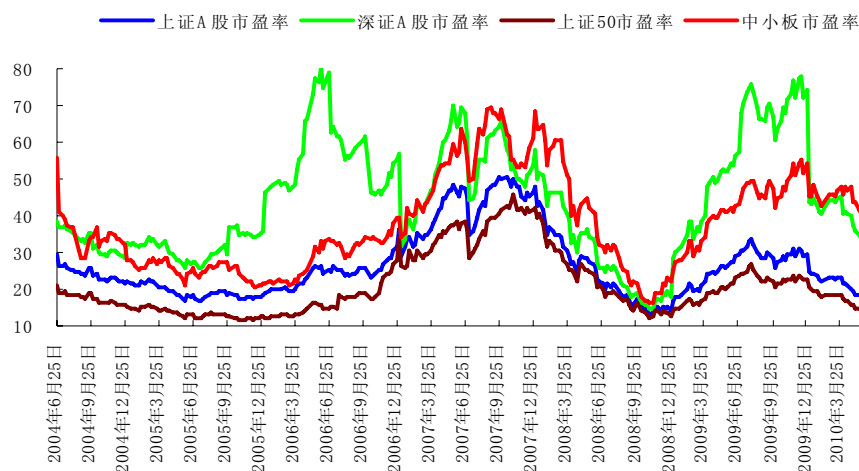
### 1、市场焦点的两极化

我们仍以上证 50 指数代表大盘股，中小板指数代表小盘股，而深证 A 股指数相对上证指数又有更多“战略性新兴产业”股票，将这四个指数的估值水平从 PE 和 PB 角度比较，市场两极化特征很明显。

从市盈率角度看，这 4 个指数走势都相对吻合。深圳主板市场是个比较特殊的市场，从 2000 年 10 月起新股停止发行，这是个只有存量筹码，且这些筹码不会改变的市场。而上证主板市场大量发行大盘股，除牛市等系统性行情之外，其余时间 PE 都在极低的水平。上证 50 指数更是大盘股的代表，尽管这个指数中样本股不会增加，但随着超级大盘股一个一个地上市，样本股会调整得股本越来越大，这个指数的估值水平当然最低。

随着全流通时代的来临，PB 比 PE 更具说服力。因产业资本将以资产重置成本衡量企业的价值，资产重置成本我们认为根据国际市场统计以 1.5 倍 PB 比较合适，当前股价太过高估，必将导致产业资本的抛售。

图 16：各指数的 PE 情况



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

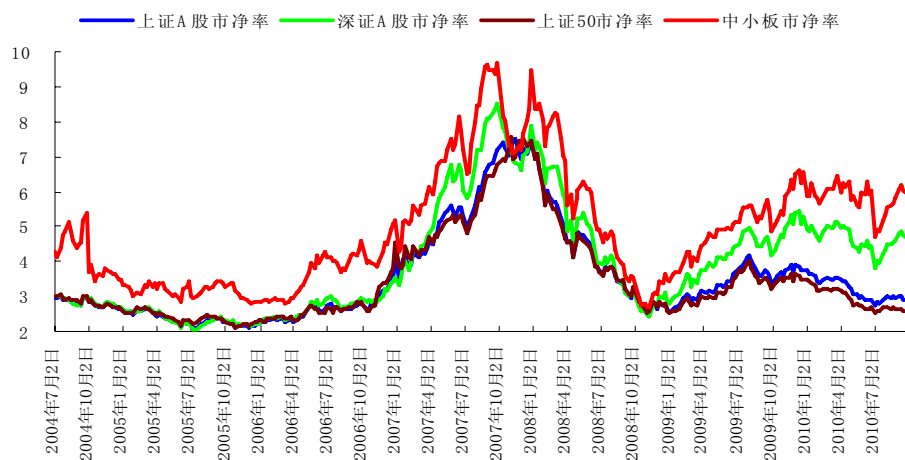
从 PB 的四个指数对比情况来看，上证和深证主板市场在 2009 年之前基本 PB 处于同一水平，但最近两年分化状况很明显。

例如在 07 年行情最火爆的时候，中小企业板的 PB 只比上证 A 股和上证 50 指数多出五成左右，但 9 月 21 日，中小板 PB 是上证 A 股指数的 2.3 倍，是上证 50 指数的 2.7 倍；连深证 A 股指数都是上证 50 指数的 2 倍，这是历史上很罕见的比价。

就以低估的上证 50 指数、上证 A 股指数和深证 A 股指数来看，2005 年 7 月 8 日那周的 PE 分别为 11.87、16.72 和 25.95，这是大盘指数在熊市千点的底部水平，而 2010 年 9 月 21 日当周，这三个指数的 PE 分别为 12.38、16.22 和 35.63。

同期的上证 50 指数、上证 A 股指数和深圳 A 股指数 PB 水平分别为 1.71、1.60 和 1.57，2010 年 9 月 21 日，这三个指数的 PB 水平分别为 2.06、2.42 和 4.20。

图 17：各指数的 PB 情况



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

统计有以下结论：

第一，虽中国石油等大盘股在千点之后上市并拖累指数，但上证 A 股指数整体 PE 迭创历史新低，估值跌穿熊市千点水平，不得不重新引起我们的思考：这会不会又是一个矫枉过正的误区？

第二，就 PB 水平而言，所有市场都还离历史最低点有一定距离，存在价值回归的可能性。而我们认为 PB 比 PE 更为重要，是产业资本衡量企业价值的标尺。

第三，深证 A 股指数在千点水平上 PB 曾一度跌到上证 A 股和上证 50 指数之下，表明题材股在熊市尾端，补跌幅度大。而当前该指数溢价水平较前两者距离越来越大，表明题材股泡沫积聚得很厉害。

## 2、大盘股估值被压缩的原因

我们统计了部分创新低的板块和个股，发现大盘股不仅是金融地产，还有建筑建材、交通运输、采掘、黑色金属等，这些顺周期的行业与非周期的行业估值差距达到了前所未有的地步。以我们的观察，大盘股估值被压缩有以下四个原因：看空周期类股；资金面难以撬动权重板块；中石油噩梦难消以及银行股成争论的焦点。

### 2.1 周期类股值得如此看空吗

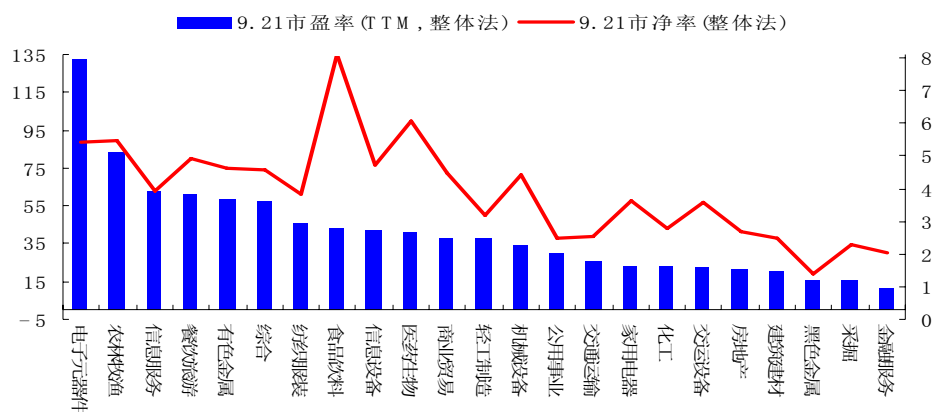
2010 年，随着“战略性新兴产业”的口号提出，周期类个股更被看空。诚然，我们原本也是看空周期类个股的一员，但当市况朝癫狂的状态发展，我们有必要冷静下来重新思考——周期类个股真的只值这点钱，非周期类的可以享受如此高溢价吗？

**历史经验一次次表明：小盘股将物极必反，大盘股将否极泰来。**

被机构追捧的电子元器件、农林牧渔、信息服务、有色金属、信息设备等战略性新兴产业个股，还有大小非概念中的纺织服装、食品饮料、生物医药、商业贸易等，这些静态市盈率在 50 倍左右或更高的行业，伴随着超过 4 倍的市净率，随时会遭受产业资本的抛售。

历史上看，2000 年的网络股泡沫，可与当前“新兴产业泡沫”媲美。如果我们统计整段网络股行情，可得到较有意思的一些数据。

图 18：各行业估值



资料来源: Wind 资讯、国元证券投资研究中心

表 3: 网络股时代的板块表现(成分股算术平均)

| 行业名称  | 涨跌幅 (%)   | 涨跌幅 (%)   | 涨跌幅 (%)   | 流通市值      | 流通市值      | 流通市值      |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|       | 1999-5-19 | 2000-2-18 | 1999-5-19 | 1999-5-19 | 2000-2-18 | 2001-6-13 |
|       | 2000-2-18 | 2001-6-13 | 2001-6-13 | (亿元)      | (亿元)      | (亿元)      |
| 信息服务  | 200.65    | -6.49     | 132.45    | 8.19      | 31.64     | 22.89     |
| 采掘    | 153.18    | 50.37     | 219.22    | 6.49      | 14.76     | 21.34     |
| 信息设备  | 120.09    | 6.2       | 120.9     | 10.99     | 22.68     | 20.48     |
| 综合    | 102.12    | 37.68     | 131.23    | 5.58      | 11.78     | 15.04     |
| 电子元器件 | 101.26    | 29.67     | 125.58    | 8.10      | 16.87     | 20.63     |
| 轻工制造  | 82.99     | 46.4      | 147.61    | 4.57      | 8.74      | 13.77     |
| 农林牧渔  | 80.14     | 54.46     | 144.4     | 6.17      | 11.66     | 15.57     |
| 商业贸易  | 76.93     | 42.92     | 135.32    | 4.84      | 8.83      | 12.56     |
| 食品饮料  | 75.02     | 53.83     | 132.21    | 7.12      | 11.17     | 15.06     |
| 交通运输  | 69.1      | 31.51     | 106.22    | 8.57      | 14.08     | 17.61     |
| 医药生物  | 66.61     | 54.95     | 146.15    | 5.34      | 8.80      | 14.45     |
| 房地产   | 64.27     | 38.22     | 111.94    | 8.27      | 12.99     | 17.69     |
| 纺织服装  | 63.92     | 56.42     | 145.79    | 4.86      | 7.73      | 12.39     |
| 餐饮旅游  | 57.55     | 51.74     | 123.58    | 3.94      | 6.82      | 10.52     |
| 金融服务  | 56.92     | 14.55     | 87.49     | 38.95     | 62.51     | 61.53     |
| 机械设备  | 56.71     | 65.01     | 150.16    | 4.58      | 7.38      | 12.48     |
| 有色金属  | 53.31     | 71.13     | 164.06    | 6.69      | 13.87     | 19.87     |
| 公用事业  | 51.42     | 56.16     | 129.79    | 7.56      | 11.89     | 18.08     |
| 建筑建材  | 50.21     | 73.97     | 132.81    | 5.35      | 10.05     | 14.36     |
| 化工    | 49.13     | 67.17     | 131.7     | 5.97      | 8.54      | 13.77     |
| 交运设备  | 29.97     | 74.93     | 123.9     | 7.14      | 9.55      | 16.12     |
| 黑色金属  | 17.92     | 60.77     | 96.95     | 10.00     | 11.46     | 21.84     |

资料来源: Wind 资讯、国元证券投资研究中心

我们以 1999 年 5.19 行情作为网络股行情的开端,以 2001 年 6 月 13 日的高点作为结束,以亿安科技从 128 元开始坠落作为“二八”转换的标志,分段统计了涨跌幅和当时对应的平均市值,得到以下结论:

第一,整段行情几乎所有板块涨幅都在 120%到 140%之间,涨幅几乎相等。行情结束之后,几乎所有板块的成分股平均流通市值都在 15 到 20 亿元左右,相差不多。市场先生最终“一碗水端平”,累计涨幅和平均流通市值对哪个板块也不偏颇。

第二,首段行情涨幅落后大盘的,第二段行情会补上,例如黑色金属、交运、化工

等行业；相反，首段行情涨幅远超平均水平的，第二段行情会跌落，例如信息服务、信息设备、电子元器件等。最终会达到整体涨幅一致和成分股平均流通市值切平的效果。

第三，与其说估值是指导行情的方向，不如说市值才是关键所在。启动点上流通市值最大的金融板块始终落后大盘涨幅，启动点上流通市值小的板块几乎都超越了整体涨幅。

当前“战略性新兴产业”的口号与当年网络股新经济何其相像！但网络股在 2000 年 2 月 18 日后就在亿安科技的倒坍下全面下跌，随后启动的却是与之完全相反的钢铁等传统经济类股。

可见，估值不是最重要的，题材也不是永恒的，只有累计涨幅和市值比较，才是催化资金流动的真谛。

## 2.2 权重板块真有这么重吗

延续上节思路，我们将当前的行业也用区间涨跌幅和流通市值这两项来比较，我们把 2008 年 10 月 29 日那天算作本论结构性牛市的起点，发现大部分行业的升幅都在 200% 以上。

表 4：9 月 21 日的各行业板块表现(成分股算术平均)

| 行业名称  | 流通市值（亿元）   |           | 涨跌幅（%） |
|-------|------------|-----------|--------|
|       | 2008-10-29 | 2010-9-21 |        |
| 交运设备  | 14.39      | 72.88     | 278.99 |
| 电子元器件 | 7.42       | 33.11     | 278.81 |
| 有色金属  | 20.24      | 84.99     | 261.49 |
| 医药生物  | 13.31      | 52.76     | 259.23 |
| 信息设备  | 10.19      | 42.35     | 256.15 |
| 机械设备  | 12.63      | 39.78     | 250.2  |
| 食品饮料  | 32.19      | 120.75    | 241.72 |
| 综合    | 8.35       | 29.88     | 235.56 |
| 餐饮旅游  | 5.99       | 28.86     | 234.31 |
| 建筑建材  | 17.57      | 56.33     | 234.08 |
| 家用电器  | 18.06      | 63.73     | 230.16 |
| 轻工制造  | 7.6        | 23.3      | 226.09 |
| 信息服务  | 24.02      | 45.02     | 225.28 |
| 纺织服装  | 8.45       | 27.43     | 216.39 |
| 化工    | 16.92      | 61.21     | 206.27 |
| 商业贸易  | 18.17      | 60.46     | 202.16 |
| 农林牧渔  | 10.67      | 39.81     | 199.26 |
| 采掘    | 45.84      | 127.24    | 178.56 |
| 房地产   | 21.28      | 53.26     | 165.11 |
| 公用事业  | 35.37      | 63.62     | 132.77 |
| 交通运输  | 32.97      | 93.99     | 100.18 |
| 黑色金属  | 60.67      | 109.25    | 81.34  |
| 金融服务  | 223.23     | 900.3     | 58.83  |

资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

我们发现涨幅巨大的交运设备，其成分股平均流通市值高达 73 亿元，有色金属高达 85 亿元，食品饮料高达 121 亿元。表明上述这几个行业的上涨已难以持续。

涨幅远落后大盘的是金融服务、黑色金属、交通运输、公用事业等，我们发现其中

不少个股属大型央企，且它们有些大非已经解禁，也算入流通市值。这些大非的流通市值应剥离，它们短期内不会大量抛售股份，相对高高在上的“大消费”概念各股东持股分散的状况，这些央企的解禁股较为安全。

以采掘业为例，大部分煤炭股都是央企，我们剥离了其中的潞安环能大非 7.68 亿股、平煤股份大非 8.29 亿股、大同煤业大非 5.06 亿股、上海能源大非 4.51 亿股、国阳新能大非 5.61 亿股、兰花科创大非 2.57 亿股后，成分股平均流通市值从 127 亿元降低到了 107 亿元，低于食品饮料的平均流通市值。

### 2.3 中石油噩梦难消

2007 年 11 月 48 元开盘的中国石油无疑是中国 A 股市场的一场噩梦。这个“亚洲最赚钱”公司令所有买进者悉数深套，并带动当时如火如荼的“中字头”股票走向地狱，市场情绪从一个极端走向另一个极端。

中国石化确实是最赚钱的企业，它赚的是无风险的自然垄断利润，公司上市后每年都在中报和年报各分红一次，以 2009 年的两次分红，扣除 10% 利息所得税后，以 9 月 21 日收盘价计算，回报率高达 2.29%，超过一年期银行存款利息。

同样的，中国石化的红利回报率是 2.0%，中国人寿是 2.98%，中国神华是 2.35%。那些低价大盘银行股的分红率就更高了，工商银行是 3.85%，建设银行是 3.99%，中国银行是 3.89%。

当这些公司分红率超越银行，且估值达历史最低时，我们是否还能因噎废食？

### 2.4 银行股成估值争论的焦点

8 月后，各种银行业的利空频繁传出，“商业银行于 2010 年末按照拨备/总贷款 2.5% 的水平计提拨备”、“政府平台贷款计提征求意见”、“东北地区争取申请存款上浮试点”，“暂停发放地产开发贷款”等等，这些传闻导致银行股低估值状态下依然跌跌不休。

整个银行板块在大盘权重股板块中，红利回报率最高，估值最低，它们不断创出新低自然使其他同类板块不断下行。

我们认为银行股在股价下跌中放大了悲观情绪，股价已跌过了头。

第一，巨量再融资在三大行配股之后告一段落。巴塞尔 III 协议的出台对资本充足率有新要求，但银监会的监管要求已经先行一步，制定了较高的监管指标和严格的核心资本定义，因此我们认为巴塞尔协议最终标准对中国银行业资本金状况的影响有限，再次触发国内银行融资潮的概率并不大。

第二，融资平台问题在四季度将明朗。地方融资平台问题始终困扰着银行的估值，随着融资平台质量的明朗，以及坏账处置方式的明朗，银行在这方面被放大的悲观情绪有望回归正常。

第三，地产二次调控也很难令房价崩溃。最近房价上涨市场开始担忧地产更严厉的调控措施，以致房价下跌对银行坏账上升产生担忧。以卖地收入占政府收入主导及房地产投资依然是拉动经济增速的单引擎状况来看，我们不相信房价会出现崩溃式下跌，只要不出现这种情况，银行的贷款就是相对安全的。

总之，银行的利空被放大，随着政策环境的明朗化，银行的下跌态势会得到好转。

## 3、大盘蓝筹股启动行情的必要条件

大盘股估值处于历史低位，但估值低是上涨的必要条件，非充分条件。纵观历史上数次大盘股行情，我们发现大盘股上涨必须具备以下的契机：

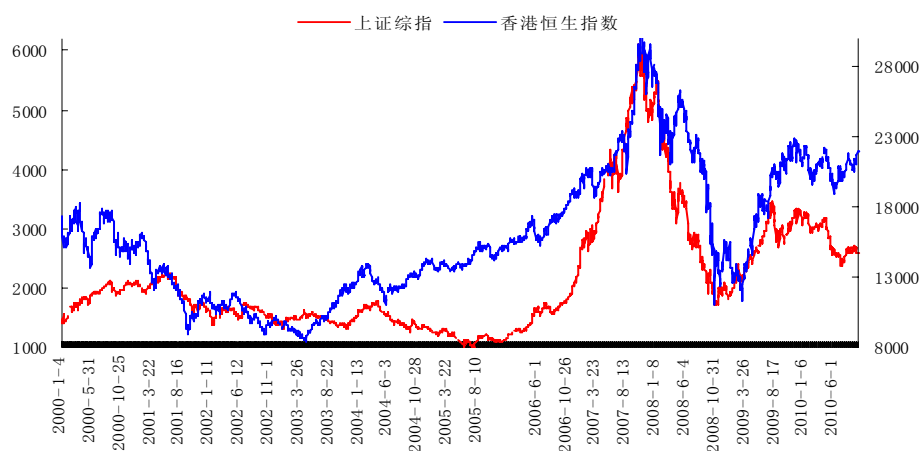
### 3.1 资金充裕

近 10 年来有两次大盘股行情，一次是 2003 年 12 月到 2004 年 4 月的“五朵金花”行情，另一次是 2007 年 5.30 之后的牛市尾端“中字股”行情。第一次发生时，我们看到 M1-M2 的指标从 2003 年 9 月的-2.6 一路上涨到 2004 年 5 月的 1.1，表明货币活性化程度增强，资金充裕。第二次行情时，该指标从 07 年 5 月的 2.54 到 07 年 10 月的 3.74，同样是一路走高的。而现在 M1-M2 处于下降通道，什么时候发生拐点向上，才能满足这个条件。

### 3.2 国际市场走强

大盘股走强，必须有国际股市的配合，同上证综指关系最紧密的是香港恒生指数，根据统计，大盘股行情每次都发动在恒指向上趋势明显时。无论是 03 年底，还是 07 年中期的行情，概莫能外。

图 19：上证综指和香港恒生指数



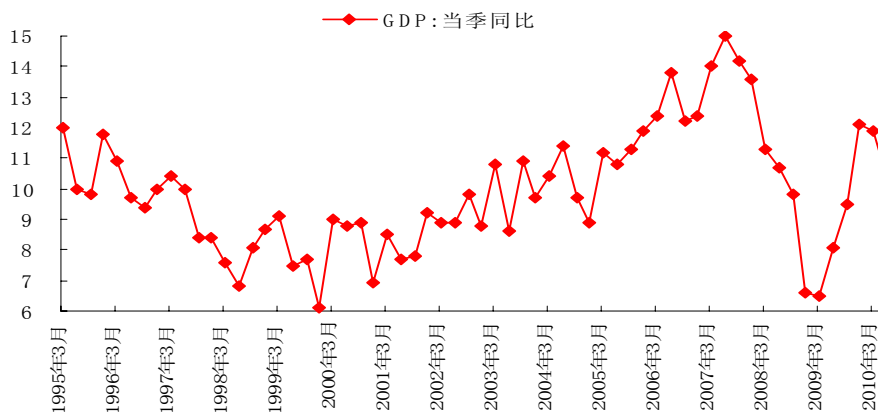
资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

如今恒指呈现横向波动的特质，没有趋势性表现，根据以往惯例，没有趋势性向上的国际资本市场配合，A 股大盘股行情较难发动。

### 3.3 GDP 增速加快

大盘权重股大部分都是顺周期个股，与经济周期密切相关。只有当大家预料 GDP 增速加快时，大盘权重股才能起像样的行情。

图 20：GDP 单季增速



资料来源：Wind 资讯、国元证券投资研究中心

统计可见，亚洲金融危机之后，GDP 单季增速落到了个位数，03 年一季度上升到两

位数，且趋势在 03 年三季度得到了确认，建立在对未来经济看好基础上的“五朵金花”行情就此发动，这是经济脱离底部时，大盘蓝筹股爆发性表现的典型行情。同样的，07 年一季度单季增速高达 14%，二季度高达 15%，市场热点成功切换到大盘蓝筹股上。但是当 07 年三季度 GDP 增速回落到 13.6%，越来越多的人开始意识到如此高的 GDP 增速无法持续时，大盘蓝筹股在中国石油上市见光死的背景下集体崩塌。如今 GDP 增速逐季回落的趋势很明显，无论是无引擎拉动导致的回落也好，主动调控导致的下降也罢，GDP 增速只要在大众心里处于回落状态，大盘蓝筹股行情很难启动。

#### 4、加息与否事关重大

大盘股估值达到历史最低，但触发行情的三个条件都不具备，因此四季度启动大行情概率并不高。但是四季度能否加息，是大盘股有无交易性机会的关键所在。

##### 4.1 四季度加息——靴子落地，银行股触底

若四季度加息，则银行股见底，大盘蓝筹股至少存在一次交易性机会，涨幅可达两到三成。

第一，中国的经济状况是货币极度宽松，需求严重不足。利息作为资金的价格，由需求方——实体企业，供给方——居民户来决定。实体经济需求不足，对资金的需求也不足，而供给方则资金充沛，这就决定了利息不会大幅度提高。

第二，当前经济职能容忍一次 27 个基点的加息，过高的利息会进一步打压已相当疲软的实体经济。加息只能是象征性的。

第三，非对称加息直接挤压银行息差，但银行股价过度反应此利空。一旦加息则靴子落地，反而不用担心后市。历史多次表明，在最疲软的是世道中，利空是见底的促发剂。

##### 4.2 四季度不加息——最大的利空在于“不确定”

相反，若四季度不加息，则上述的种种机会消失，大家对银行股的担忧无法化解。最大的利空在于“不确定”，始终悬在头顶的达摩克利斯之剑会影响大家投资的欲望。

##### 4.3 加息的概率

我们从“全国城镇储户季度问卷调查”中得知，截止 08 年三季度，家庭金融资产中，储蓄存款占比是 63.2%，即使是股市行情最好的 07 年，该比值也仅跌到 50%，表明大部分居民户将家庭财产的一半以上存入了银行。

利息不仅是资金的价格，更是居民户、企业和银行三者之间的利益再分配工具。

无论经济保八，抑或经济要转型，居民户的利益总是在这三者中被放置在最后一位，银行才是重中之重，其次是大型企业。这导致我国历年来物价上升过程中，银行利息永远赶不上 CPI 的上涨，用对居民户的不公平换来银行和企业较高的利润，对管理层来说，这是最合适的一招棋。

最近，管理层不断用舆论疏导大家“要做好忍耐更高通胀的准备”，这就是说，四季度加息基本无望。

## 五、主题投资的机会

资产重组，永远是弱市中资金追逐的对象。

根据上文预判，四季度通胀上行，经济增速回落，货币趋紧，小盘股泡沫破裂，大盘股估值虽低，却还没到启动时机。市场的机会只能产生在资产重组类个股身上。重组股有以下几条思路可供参考：

第一，央企重组。

第二，地方国资委重组。

第三，“调结构”背景下，钢铁水泥电力等过剩产业的重组。

第四，ST 类企业为保壳进行的重组。

重组股的炒作特征是：有很强的不确定性，外生性因素较强。无法从现有公司主营状况分析，时间上不好把握。

但成功的重组股一般有以下一些共性存在：

第一，总股本和总市值较小。只有较小的总市值，才能使重组方的所费成本不高。

第二，实际控制人实力较强，或第一大股东和其他大股东股份相差不大，公司有股权之争。

第三，重组后的公司主营方向是市场热点。

第四，配合技术图形上看，重组正式成功前，该股往往早已走牛。

表 5：B 股折价率排名（9 月 21 日）

| 代码         | 名称     | A 股代码      | A 股简称 | B 股折价率(%) |
|------------|--------|------------|-------|-----------|
| 900924. SH | 上工 B 股 | 600843. SH | 上工申贝  | 69.28     |

|           |          |           |          |       |
|-----------|----------|-----------|----------|-------|
| 900915.SH | 中路 B 股   | 600818.SH | 中路股份     | 68.34 |
| 900909.SH | 双钱 B 股   | 600623.SH | 双钱股份     | 67.44 |
| 200030.SZ | *ST 盛润 B | 000030.SZ | *ST 盛润 A | 65.94 |
| 900920.SH | 上柴 B 股   | 600841.SH | 上柴股份     | 65.73 |
| 200018.SZ | ST 中冠 B  | 000018.SZ | ST 中冠 A  | 63.25 |
| 200020.SZ | 深华发 B    | 000020.SZ | 深华发 A    | 62.53 |
| 200055.SZ | 方大 B     | 000055.SZ | 方大集团     | 61.73 |
| 200045.SZ | 深纺织 B    | 000045.SZ | 深纺织 A    | 61.30 |
| 200541.SZ | 粤照明 B    | 000541.SZ | 佛山照明     | 58.98 |
| 900910.SH | 海立 B 股   | 600619.SH | 海立股份     | 57.85 |
| 900934.SH | 锦江 B 股   | 600754.SH | 锦江股份     | 54.96 |
| 200011.SZ | 深物业 B    | 000011.SZ | 深物业 A    | 54.77 |
| 200012.SZ | 南玻 B     | 000012.SZ | 南玻 A     | 54.75 |
| 900912.SH | 外高 B 股   | 600648.SH | 外高桥      | 54.64 |
| 900943.SH | 开开 B 股   | 600272.SH | 开开实业     | 53.90 |
| 900905.SH | 老凤祥 B    | 600612.SH | 老凤祥      | 53.56 |
| 900901.SH | 上电 B 股   | 600602.SH | 广电电子     | 53.24 |
| 900907.SH | 鼎立 B 股   | 600614.SH | 鼎立股份     | 52.89 |
| 900926.SH | 宝信 B     | 600845.SH | 宝信软件     | 52.63 |
| 900942.SH | 黄山 B 股   | 600054.SH | 黄山旅游     | 52.09 |
| 200581.SZ | 苏威孚 B    | 000581.SZ | 威孚高科     | 51.74 |
| 200570.SZ | 苏常柴 B    | 000570.SZ | 苏常柴 A    | 51.53 |
| 200530.SZ | 大冷 B     | 000530.SZ | 大冷股份     | 51.39 |
| 900927.SH | 物贸 B 股   | 600822.SH | 上海物贸     | 50.54 |
| 900917.SH | 海欣 B 股   | 600851.SH | 海欣股份     | 50.37 |
| 900936.SH | 鄂绒 B 股   | 600295.SH | 鄂尔多斯     | 50.03 |
| 200513.SZ | 丽珠 B     | 000513.SZ | 丽珠集团     | 49.39 |
| 200016.SZ | 深康佳 B    | 000016.SZ | 深康佳 A    | 49.29 |
| 200026.SZ | 飞亚达 B    | 000026.SZ | 飞亚达 A    | 48.59 |
| 200521.SZ | 皖美菱 B    | 000521.SZ | 美菱电器     | 48.35 |
| 200625.SZ | 长安 B     | 000625.SZ | 长安汽车     | 47.83 |
| 900941.SH | 东信 B 股   | 600776.SH | 东方通信     | 47.62 |
| 200029.SZ | 深深房 B    | 000029.SZ | 深深房 A    | 47.57 |
| 200596.SZ | 古井贡 B    | 000596.SZ | 古井贡酒     | 46.66 |
| 200418.SZ | 小天鹅 B    | 000418.SZ | 小天鹅 A    | 46.37 |
| 900903.SH | 大众 B 股   | 600611.SH | 大众交通     | 46.01 |
| 200725.SZ | 京东方 B    | 000725.SZ | 京东方 A    | 45.65 |
| 200539.SZ | 粤电力 B    | 000539.SZ | 粤电力 A    | 44.84 |
| 900955.SH | 九龙山 B    | 600555.SH | 九龙山      | 44.17 |
| 900923.SH | 友谊 B 股   | 600827.SH | 友谊股份     | 42.89 |
| 900911.SH | 金桥 B 股   | 600639.SH | 浦东金桥     | 42.54 |
| 900925.SH | 机电 B 股   | 600835.SH | 上海机电     | 41.77 |

资料来源: Wind 资讯、国元证券投资研究中心

## 国元证券投资评级体系:

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                             |   | 公司质地评级           |
|------|------------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上    | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-15%” 以上  | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅与上证指数持平在正负 5%” 以内 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上     |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                           |
|----|-------------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)