

加速走向全流通 A 股格局如何变

编者按:牛年之首,A 股的连续反弹使得市场对于大小非问题略显麻木,流动性释放及政策利好催生出的火热行情暂时“屏蔽”了投资者对于大小非减持压力的关注。但在 2 月份的前 15 个交易日,已有 50 余家上市公司发布减持公告,涉及大小非合计高达 3.35 亿股,减持规模和频率均处于近一年来两市的相对高点。而 3 月限售股解禁规模较 2 月环比增长近一倍。A 股在加速走向全流通的进程中,同时将引发一系列深刻变革。

○国金证券 谭向阳 杨爽

数据显示,3 月限售解禁股份总计约 281 亿股,解禁市值约为 2730 亿元,较 2 月环比增长近一倍。其中,股改限售解禁股份数量合计 275.5 亿股,占总解禁规模的 98%。在 3 月将获得解禁的 130 家上市公司中,解禁股份超过 10 亿股的 4 家上市公司分别是招商银行、马钢股份、五粮液和深高速,股份合计近 116 亿股,约占当月限售股解禁规模的四成。其中,今日招商银行 48 亿股限售股解禁最引人关注,若以 2 月 26 日的收盘价计算,限售股上市以后,招商银行将以 2000 亿左右的流通市值取代中信证券,成为两市 A 股流通市值第一大股。

3 月解禁股大非唱主角

从限售股的股东构成看,3 月解禁股份中大非持股居于绝对优势地位,占全部解禁总量的 98%以上。其中第一大股东持股又占解禁总量的 80%以上。以招商银行的解禁股为例,从股东构成来看,实际控股股东为招商银行,深圳市晏清投资发展有限公司和深圳市楚源投资发展有限公司合计持有 25.94 亿股招行股票,占此次解禁股总数的 54%左右。大股东出于加强股权控制的考虑,减持的可能性不大。此外,3 月 31 日马钢股份股改限售股解禁 38 亿股,同日五粮液解禁 17.5 亿股,这两家公司的解禁股均为公司第一大股东,减持

压力也相对较小。整体看,由于大非特别是第一大股东持股占 3 月新增解禁股总量的绝大多数,实际减持压力应远小于多数投资者预期。虽然 3 月新增解禁压力实际并不算太大,但解禁的大小非存量仍是一个较大的数字。而 4 月、5 月股改解禁规模分别为 195 亿股和 248 亿股,仍处于一个阶段性的高点。从历史上看,凡是市场上升阶段,限售股解禁的压力会有所增加。在大量存量和持续新增解禁股份压力下,2009 年上半年沪深股市的运行空间仍将受到较大制约。

2000 点或是解禁股均衡位

截至 2009 年 1 月底,沪深两市仍有 3228.9 亿股未解禁的股改限售股份,占累计产生股改限售股份数量的 69%。同时 A 股的流通市值仅占总市值的 36%左右。但随着限售股解禁进入高峰,到今年底,将有 400 多家上市公司实现全流通,A 股的流通市值也将达到总市值 70%左右。因此 2009 年将是 A 股市场实现全流通最为关键的一年。上海证券交易所副总经理周勤业日前曾表示,在股市 2000 点左右解决“大小非”问题是最好的时机。我们认为,围绕 2000 点一带的中枢进行上下 20%左右大箱体运行,是 2009 年 A

股市场最可能的运行基调。对金融资本而言,2000 点左右的股价虽有升幅,但随着市场各方对经济前景信心的增强和市场流动性的不断充裕,金融资本已经不惧“小非”的抛售,甚至一些金融资本已将小非抛售视为吸纳筹码的良机。如去年底以来,海通证券、中国太保、金风科技等一些“大小非”解禁股自解禁之日起出现连续大幅上涨。综合考虑 A 股的估值水平,进行国际比较和历史比较后,我们认为在 2000 点一带的均衡位置,大小非解禁给大盘带来的实际冲击将非常有限。此外,从股市未来的运行态势看,目前市场基本认同股指将围绕 2000 点左右反复筑底,大涨和大跌的可能都不大。1 月份新增信贷 1.62 万亿元,增速陡升至 21.3%,M2 增速亦上升至 18.8%,显示市场的流动性非常充裕。充足的流动性决定了股市再创新高可能性很小。而经济复苏过程中的反复和外围经济环境及金融市场的不确定性,也决定了 A 股出现大幅飙升的可能很小。如果能出现一个上下空间相对较窄但时间适度延长的市场运行格局,这对于化解年内庞大的大小非解禁压力实现 A 股市场全流通平稳过渡是最为有利的,这也是市场各方都积极期待的。

市场格局与估值体系或变

随着全流通过程逐渐加速,必然对市场带来一定的影响:首先,A 股市场定价权将逐步产生转变,由于大小非解禁的到来,二级市场实际上发生了巨大的扩容,流通市场的最大筹码掌握了在产业资本手中,金融资本凭自身的资金和筹码已经无法掌握完全的主导权,其结果是定价权由前期的金融资本主导转变为由产业资本和金融资本共同主导。我们认为经过一定时间后,金融资本和产业资本将会寻求相互促进的道路,A 股市场形成较为成熟的投资氛围。

全流通过程带来的第二个重要影响是 A 股估值系统将会发生深刻变化。金融资本在全流通到来的时期已经无法维持股价的泡沫化,因为过高的价格会导致产业资本的套现,而大小非所持有的股份数量实在过于庞大,其抛售行为将使金融资本难以承受,所以在全流通过程中,A 股的估值水平会走向理性回归。

全流通过程带来的第三个影响是 A 股市场的个股价格走向将产生分化,非系统性风险管理的重要性会越来越突出。基本面优质的上市公司的股票会受到各类投资者的争相追捧,而经营能力低下的公司的股价会不断走低,受到市场的抛弃。

黄金投资的策略与误区

○海证期货首席黄金分析师 刘潇

黄金作为一种最为安全、最具保值功能的资产的概念在人们心中已经根深蒂固。我们看到,在经济衰退忧虑之下,国际大宗商品价格仍在低位徘徊,而黄金的投资价值最近得到众多投资者的高度认同。

在我国,目前市场上可以投资的黄金品种主要有黄金现货金条、银行纸黄金、上海黄金交易所的黄金 T+D,以及上海期货交易所的黄金期货四个品种。

1、黄金首饰与现货金条。不少人喜欢把购买黄金首饰作为投资黄金的首选方式,其实这种投资方式的效果并不好。黄金首饰只能算是消费品,其主要功能是用来装饰和馈赠,而非保值增值;加上黄金首饰的加工和税收费用都比较高,所以黄金首饰的价格要比原料金价高出不少。而且在黄金首饰回收时,其回收价格往往还会低于原料价格,买卖之间差价太大,即使在持有期间黄金价格有所上涨,其保值效果也不明显。对于一些资金比较充裕,但风险偏好度比较低的稳健型投资者来说,适当购买一些投资性的金条和金币是一种较好的投资选择。需要注意的是,由于购买的是实物金条金币,投资者要保证金条的外观、包装材料和金条本身不受损坏,并保留购买的单据和证明。

2、纸黄金。纸黄金采用记账方式,不涉及真金的交割,目前银行的纸黄金提供了美元和人民币金两种交易模式,为外币和人民币的理财都提供了相应的机会。同时,纸黄金采用 T+0 的交割方式,便于做日内交易。但纸黄金虽然是记账式交易,但不能做空,只能做多的规则使得投资者只有在金价上涨的时候才能获得利益。此外,由于目前我国三家银行推出的纸黄金业务普遍存在交易手续费较高的特点,因此投资者最好不要做频繁的短线交易。

3、AU(T+D)。上海黄金交易所的黄金 T+D 是以黄金现货为基础,以分期付款方式进行买卖,交易者可以选择合约交易当天交割,也可以延期交割,同时引入延期补偿费机制来平衡供求矛盾的一种交易模式。AU(T+D)最大的不同就是其采取与黄金期货类似的保证金交易,10%的保证金将收益放大 10 倍的同时也将亏损放大了 10 倍。由于 T+D 对投资者的专业能力和操作技巧的要求都比较高,所以这种投资产品并不适合全体投资者,也不适合初入门的投资者。

4、黄金期货。与现货黄金投资相比,期货市场中交易的是标准化合约,采取的是保证金交易,个人投资者不能进行交割而只能对冲平仓。由于期货具有价格发现的功能,在所有的黄金投资方式中,其价格的敏感度是最强的,同时也会影响到其他黄金投资产品的价格。另外,由于具备杠杆效应以及与高风险投资工具的负相关性,黄金期货的出现提供了投资者一种以较小的资金来对冲市场其他资产风险的工具。

五年授课创新不断

广发证券山东夯实投资者教育基础

○本报记者 马全胜

2009 年是广发证券济南东大街营业部开业八周年,东营济南路营业部开业五周年,同时也是广发证券山东投资者教育基础不断夯实的五周年。

2003 年以来,广发证券济南东大街营业部等三家营业部相继加入上海证券报股民学校,走上普及证券市场基础知识,服务广大投资者的探索之路。在山东证监局与证监局证券期货业协会的指导下,广发证券逐渐在山东地区形成了较为稳定的投资者教育模式:充分发挥三家股民学校授课的平台优势,积极依托总公司的研究咨询力量培育各营业部的骨

干讲师,充分参与公司统一组织的大型活动,再加上山东总部的有序协调,广发证券山东各家营业部的投资者教育活动都开展得有声有色。

2 月 28 日和 3 月 1 日,广发证券济南东大街营业部和东营济南路营业部分别举办“重要客户座谈会”和大型投资者教育报告会,广发证券总部资深分析师陈永忠、孙勇勃专程从广州赶往山东,为投资者分析最近市场热点的变化和相应投资策略的调整思路。而这一类型的活动也已成为广发证券山东投资者教育活动的常态,以济南东大街营业部为例,营业部在 3 月 7 日至 4 月 25 日的时间内,已经安排了包括基金和 ETF 知识系列讲座、金融



图为广发证券东营活动现场

衍生品知识等七场专题授课活动。此外,以《货币战争》、《伟大的博弈》、《曼哈顿》等优秀图书为重要学习资料,广发证券还着重引导投资者树立科学的投资理念,交

流学习心得。为此,山东总部负责人张玉强指出,我们的投资者教育工作不仅在于对日常知识的普及,而且还在于强化对投资者行为和理念的塑造上。”

换个角度思考年报高送转

○东吴证券 江帆 王忠东

随着上市公司年报陆续公布,那些年报中提出高送转方案的公司成为市场关注的热点之一。从历来市场表现看,高送转题材对于股价具有明显的刺激作用。而通过提前布局具备高送转预期的公司,往往可以获得超额收益。如打响 2008 年上市公司年报第一枪的中兵光电,在同时推出 10 转增 10 的分配预案后,其股价的超强表现就是最有力的证明。因此如何寻找可能推出高送转的上市公司成为一个市场热点。

除了传统的“摊薄 EPS 高、成长性良好、分配能力强、股本规模小”这些高送配公司往往具备的特征之外,投资者不妨换个角度来寻找可

能出台高送配方案的上市公司。

一、2008 年参与定向增发被“困”的机构如何全身而退。参与定向增发的对象大多是机构投资者,甚至是有着密切联系之“关联企业”。因此,他们对上市公司的跟踪能力较强,对增发资金投入的项目一般都做过反复论证。

当然这些机构对于增发价格的确定也有一定的优势,比如西飞国际 2008 年 2 月 18 日完成定向增发,增发价格为 25.18 元,而当时的股价还处在 35 元高位,但是由于 2008 年市场整体大幅单边下跌使得绝大多数上市公司股价面目全非,而这些参与定向增发的机构也不可避免地被套其中。但是随着 2008 年

底市场逐渐走出下降通道,特别是 2009 年以来市场一度火爆,而此时这些 2008 年参与定向增发的限售股也迎来解禁,如果上市公司年报出台高送配方案,在目前的市场环境下,股价无疑会得到市场的追捧,而那些在年报披露之前正好解禁的定向增发配售机构是否会借此机会全身而退呢?值得投资者思考。

二、根据公司业务和利润分配选择未来可能高送配的公司。历年高送配公司大都业绩优良,公司未来成长性相对乐观。同时公司的每股资本公积金和每股未分配利润两个指标较高。除此之外,2008 年公司未实施分红扩股将为 2009 年分红扩股奠定基础,这也是我们选择

此类上市公司的重要条件。

从近期这类公司股价在市场的表现看,我们也可以看出,其股价被抬升的迹象,股价强势特征明显,部分个股即使在出现调整之时仍然坚挺。比如西飞国际,近期股价不断创出 2008 年 11 月反弹以来的新高,虽然大盘在 2 月 18 日巨幅调整,但是该公司股价较为抗跌,在 19 日大盘反弹之时,涨停收盘并再次站上均线。同时这些上市公司目前的股价与之前增发价差并不大,如果公司实施高送配方案,刺激公司股价有望接近或超过增发价,便于机构投资者全身而退。总之随着年报披露期的临近,该类个股在含有高送配预期下,必将成为市场关注的热点。

投资三人谈

理清行业调控思路 把握家电投资逻辑

主持人:小张老师

嘉宾:中信证券研究部家电行业首席分析师 胡雅丽 大成积极成长基金经理 王维钢

小张老师:“家电下乡”政策给家电行业发展带来什么影响?

胡雅丽:彩电、冰箱、洗衣机、手机的家下乡从 2009 年 2 月 1 日起在全国范围推广,执行到 2013 年 1 月底。空调、电脑、热水器、摩托车或者微波炉在部分省市的家下乡也开始招标。政策目标是用四年左右时间,基本使农村主要家电产品拥有率达到城市 2000 年水平,使城乡家电普及率差距由目前的近 20 年缩小到 10 年。据政府测算,财政补贴家电下乡政策实施四年,可实现家电下乡产品销售 4.8 亿台,拉动家电消费 6200 亿元,其他消费支出 3000 亿元,累计拉动消费 9200 亿元。

王维钢:需要注意的是,家电

下乡政策效果能否达到预测目标要看政府在保障农民收入,完善农村基础设施配套、政策宣传、渠道铺设及税收优惠等方面措施的进展情况。

小张老师:对家电行业收入影响大的因素除了销量之外还有哪些?

胡雅丽:家电行业集中度较低,竞争激烈,进入平板彩电升级时代后,国内平板彩电整机厂商因为上游面板环节缺失,竞争一直受制。但目前彩电行业出现了国内企业明显有利的局面,供应链宽松与终端需求旺盛并存,在销售规模大幅度增长的推动下液晶业务的盈利开始改善。如果 2009 年面板维持在低价徘徊,将对国内平板彩电整机厂

商的经营有利。

王维钢:上游原材料价格大幅下降,全年来看将带来整机价格下降。毛利率是否提升要看成本和价格下降幅度的相对大小。国内白电行业虽然库存较高,但行业集中度高,龙头企业对于市场价格的稳定能力较强,目前白电产品的市场价格仍然坚挺,毛利率有可能提升。大白电销量和价格都下降,行业收入下降已成定局。彩电产业的趋势演进有利于国内企业发展。

小张老师:国家出台的产业升级规划涉及哪些家电行业?

胡雅丽:家电产业受益于轻工业振兴规划和电子信息产业振兴规划,归纳起来振兴规划涉及到提升需求,产业升级,节能环保,产业链建设等方面,但各细分行业侧重点有所不同,白色家电行业振兴措施注重提升需求和扶持节能环保;照明电器行业振兴措施注重净化行业竞争环境;五

金行业振兴措施注重提升需求;彩电行业振兴措施注重完善产业链特别是液晶产业链建设,加强自主创新能力建设,建立行业标准。

王维钢:刚通过的轻工产业振兴规划把微波炉、电磁炉扩大到家电下乡的范围,相信细则会涉及到提振其它产品需求的措施。电子信息产业振兴规划引进平板产业链,是整机企业的福音。

小张老师:如何把握家电类上市公司的投资机会?

胡雅丽:国内家电龙头企业估值比处于历史低位,横比也低于多数行业。政策效果体现之前,建议投资方向参考细分行业景气度,小家电和洗衣机相对景气,相关龙头公司投资机会持续。关注电视板块交易性机会向投资机会转变的可能,面板价格大跌削弱外资品牌降价能力,改善国内企业竞争环境,盈利回升。

上证理财学校·上证股民学校 每一刊刊出

要投资 先求知 有疑问 找小张老师



电话提问:021-38967718 96999999
邮箱提问:xzls@ssnews.com.cn
来信提问:上海浦东杨高南路 1100 号(200127)
在线提问:http://school.cnstock.com/

活动预告 上海证券报

股民学校 理财大讲堂

上海证券报股民学校

江海证券 2009 年度投资策略报告会

时间:3 月 8 日 13:30
主讲人:研发中心总经理 李桓
地址:淮海中路 1555 号上海图书馆 2 楼报告厅
索票电话:021-64046388

中信建投北京海淀南路营业部授课点

时间:3 月 7 日 9:30-11:30
主题:如何把握市场振荡中得投资机会
主讲人:易方达基金管理公司 金鉴
地点:北京市海淀区南路 19 号时代网络大厦三层
热线电话:010-82666900;82666936

齐鲁证券长春亚泰大街营业部授课点

时间:3 月 7 日 9:30-11:30
主题:挖掘央企重组股的机会
主讲人:执业注册证券分析师 金志明
地址:长春市亚泰大街 3066 号通钢大厦北侧
热线电话:0431-88631806;88631880

广发证券青岛香港中路营业部授课点

时间:3 月 7 日 9:30
主题:基本面分析入门
主讲人:刘璐
地址:青岛市香港中路 12 号丰合广场 B 区 301
热线电话:0532-85027323;85027352

■小张老师信箱一周精选

投资者如何购买国债和企业债

游客 8149 问:投资者如何购买国债和企业债?
长江证券天桥路营业部答:(1)投资者在上海证券交易所交易市场进行债券现券买卖,必须选定一家证券经营机构,并订立全面指定交易协议后,方可办理委托买卖手续。(2)投资者通过证券经营机构可选择现场委托、电话委托或网上委托等方式进行债券现券买卖。(3)上海证券交易所国债现券按证券账户进行申报,投资者买卖国债后的债券均在证券账户内增减;企业债券现券按席位进行申报,投资者买卖企业债后的债券均记录在证券经营机构的席位下,因此,投资者买卖企业债必须是 在哪个营业部买进,在哪个营业部卖出。”

AH 股溢价指数的妙用

○东航金融 廖科

目前共有 57 家公司同时在 A 股和 H 股上市,利用这些公司在两个市场的比价,可以较为合理地判断 A 股市场当前的估值情况。

在 57 家 A+H 股公司中,部分公司,如东北电气、南京熊猫,A 股价格是对应 H 股价格的 5 倍以上,而中国铁建、海螺水泥、中国人寿、中国平安等股价则在 20%以内。因此,由单个个股来判断相对估值显然是不可取的,但由 57 家公司作为一个整体来判断相对估值则非常有意义。

其中,恒生 AH 股溢价指数是一个判断 AH 股价差非常好的指标。首先,该指数涵盖了所有的 A+H 公司,其次,指数实时更新(实时数据可以在恒生指数有限公司网站查到)。恒生 AH 股溢价指数越高,表明 A 股相对 H 股溢价越高。当指数小于 100 时,A 股相对 H 股出现折让;当指数等于 100 时,A 股和 H 股价格相等;当指数大于 100 时,A 股相对 H 股存在溢价。如该指数为 120,则 A 股相对 H 股的加权平均溢价为 20%。

在 2007 年之前,A 股相对 H 股折价和溢价交替出现,但 2007 年之后,A 股对 H 股一直保持溢价且溢价水平不断提高,并在 2008 年 1 月 22 日达到 213.47 的最高点。2006 年至今,AH 股溢价指数的均值为 131,表明 2006 年以来 A 股比 H 股平均溢价 31%。2008 年之后,AH 股溢价指数呈逐步回落态势。由于 A 股是相对封闭的市场,流通股占比较低,波动性小于 H 股且公司盈利和计价皆以人民币计算没有汇率风险,A 股相对 H 股的溢价是非常合理的。但随着众多限售股的解禁,A 股相对 H 股的估值溢价也面临逐步回落至合理区间的压力,这也符合 AH 股溢价指数走势。

笔者认为,当 AH 股溢价指数低于 120,即 A 股相对 H 股的溢价低于 20%时,A 股更有相对估值优势且可能处于阶段性底部。去年 9 月初,AH 股溢价指数低于 120,之后尽管 A 股还有调整,但跌幅远远小于同期 H 股的跌幅,且市场离底部也已不远。最近一次 AH 股溢价指数低于 120 则出现在今年 1 月初,因此,今年 1 月以来,A 股迎来了一波 30%以上规模的上涨,而同期 H 股则出现下跌。另一方面,在 AH 股溢价指数超过 160 时,A 股相对 H 股的估值水平大幅高于历史平均 31%的水平,此时 A 股估值较高,H 股估值相对便宜,H 股更有中期投资价值。