

# 创新政策及思维下的投资机会

## —中国资本市场 2006 年夏季报告

□东方智慧投资管理咨询有限公司

### 市场回顾

#### 一、迎来全流通时代

截至8月21日第46批股改名单出台,沪深两市股改公司家数已有1137家,占股改公司家数的84.60%;这些公司总市值36101.28亿元,占比91.74%,流通市值则达13579.32;今年6月份,G三一的非流通股禁售期满并可以上市流通;6月16日,中工国际全流通发行后上市,标志着A股市场开始步入了崭新的全流通时代。正是在股权分置改革这个大的制度背景下,A股市场在上半年走出了久违的牛市行情。以沪指为例,自2005年12月6日的1074点到2006年7月5日的1757点,7个月内股指出现了64%的单边涨幅,不仅创造了同期全球股市的升幅之最,更是一举扭转了弥漫在市场中近五年的熊市思维。

目前,股权分置改革正在接近尾声,它对我国证券市场而言有着划时代的意义。作为一场产权革命,股改以解决股权割裂问题为导线,推动了企业管理、监督和激励机制的建设,它不仅有利于上市公司治理结构的改善,也推动了上市公司内部各方面利益趋向的一致,这将从根本上促进上市公司治理环境的改善和业绩的内生性增长,同时,它还将恢复并优化二级市场层面的资源配置功能,为并购重组创造了条件,以此推动了行业整合。

总之,股权分置改革的成功推进已经为A股市场的牛市格局打下了牢固的制度基础。

#### 二、经济增长和制度变革造就四大主题

随着国内经济的快速增长和股权分置改革所带来的制度变革,上半年的A股市场让人感受到了扑面而来的牛市气息,而资源稀缺性所引发的重新定价、以新兴消费品为代表的消费升级、以支付为主要特征的股改静态补偿,以及机械等行业的行业复苏显然成为了上半年牛市格局的四大投资主题。

随着环境变化,四大投资主题也将发生演变。首先,以有色金属板块为代表的资源股在经历了上半年的疯狂炒作后已有偃旗息鼓味道,下半年将可能为前期的过度投机性买单;其次,新兴消费品的高速成长依然乐观,而随着社会主义新农村的建设和城市化步伐的加快,二、三线城市的需求扩张有望成为重要的新增动力;再次,“股改”已进入最后尾声,“支付对价”带来的超额收益将一去不返,未来的关注点将集中在两个方面:一是股改收官阶段的寻宝游戏,二是“股改承诺”的逐步兑现将为相关上市公司带来业绩提升和题材炒作机会。此外,行业复苏也将下半年面临来自企业利润和宏观调控的双重压力,由于原材料涨价传导的滞后效应,预计下半年的企业利润将受到较大冲击。今年6月份生产价格指数以当月上涨3.4%的强烈信号扭转了连续5个月的下滑局面,而市场指数大幅上升以及市场微观主体利润率下滑的矛盾,也使得行业复苏任重道远,因此在投资中应该把握结构性增长的机会。

### 成长变化

#### 一、结构性指数作用日渐重要

一直以来,上证综指都是证券市场参与者投资的重要参考,但随着环境的变化,指数的失真正越来越明显。

首先,是超级航母的上市,中国银行上市当天造成指数虚增50个点左右,而未随着IPO的快速发行,尤其是工行等超级大盘股的陆续上市,指数虚增现象将愈发严重。其次,融资融券、股指期货等创新品种的推出将使权重股受到热钱的追捧。融资融券业务的推出,将在很大程度上增加市场对可能成为融资融券标的资产的大盘蓝筹股的需求,而股指期货的推出也可能成为股指期货标的资产的权重股成为机构争夺的对象,借此达到影响股指期货表现的目的。显然,交易创新将放大权重股自身的筹码稀缺性价值,由于中国银行、中国石化等个股所占权重过大,因此资金对权重股的持续流入将使指数不再真实反映场内大多数个股的走势。

因此我们认为,指数的失真效应将使上证综指对市场操作的指导性有所下降,相应的一些结构性指数将在具体的投资决策中占据日益重要的地位。

#### 二、全流通为二级市场上的重组并购创造了条件

股权分置改革的成功不仅使中国资本市场解决了长期以来股权割裂的困扰,更是有利于上市公司治理结构的改善,推动了非流通股股东与广大流通股股东、大股东与中小股东、上市公司高管与股东利益趋向一致,公司各方主体利益的一致性将推进企业的内生性增长,对于诚信建设、公司治理等方面也将起到巨大的促进作用。

此外,全流通的实现还为二级市场上的重组并购创造了条件,管理层新推出的《上市公司收购管理办法》等也对法律约束和要约收购等有了详细的规定,这些都将是有力地推动行业的优化整合,有利于上市公司合理价值的发现和形成。

总之,在股改成功后的全流通市场特征下,上市公司的经营更加透明化、规范化,市场形势的新变化也将派生出全新的投资亮点。

#### 三、货币政策持续适度从紧可能成为下半年的一个主题

随着央行日前公布了7月份的金融数据,热度不减的货币和信贷两大指标再度绷紧市场的神经。从数据来看,7月货币供应增速只比6月有微弱下降,广义货币(M2)同比增长18.4%,而在6月这个数字是18.43%。与此同时,狭义货币(M1)的增速却迎头赶上,同比增长15.3%的速度虽然在逐步缩小与M2的增速差,但比央行年初制定的目标14%要高得多。货币信贷增速过快,是今年宏观经济运行中的几个主要风险之一,流动性泛滥和商业银行大规模放贷,推动今年固定资产投资高烧不退,经济过热的风险一再显现。数据显示,今年头7个月金融机构新增贷款已达2.352万亿元,已达央行年初设定的全年额度2.5万亿元的94%。

因此,货币政策持续适度从紧可能成为下半年的一个主题,宏观调控的主要目标将是抑制固定资产投资过快增长。央行将加大央票发行规模,以收紧流动性,必要时将出台提高准备金率,提高存贷款基准利率,让人民币小幅升值等紧缩措施。在产业政策层面上,国家发改委将按照有保有压的原则加大调控力度,压那些高耗能高污染的落后产能投资,鼓励自主创新的更新改造投资,这些措施都将对市场构成较大的影响。

表1:今年前7个月金融机构人民币信贷收支表(单位:亿元)

项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
各项存款	291436.87	297671.93	306632.64	310105.35	314347.80	319455.71	319900
储蓄存款	147994.31	151179.62	152819.02	153401.04	153623.40	154996.87	151500
各项贷款	199492.05	201020.25	206394.59	209655.78	211649.97	215302.59	216900
短期贷款	89423.62	89921.32	91773.75	92586.68	93441.83	95126.70	95272
中长期贷款	89680.58	90345.67	92524.96	93896.45	95246.57	97682.20	99175

### 行情展望

结合宏观调控、A股市场扩容以及全球流动性紧缩等新变化,我们判断三季度A股市场可能仍以蓄势调整为主,而四季度在新股IPO和并购重组带来的价值增量带动下,大盘有望涨势再起,展开新一轮主升行情,运行区间在1490点—1880点之间。

#### 一、资金面分析

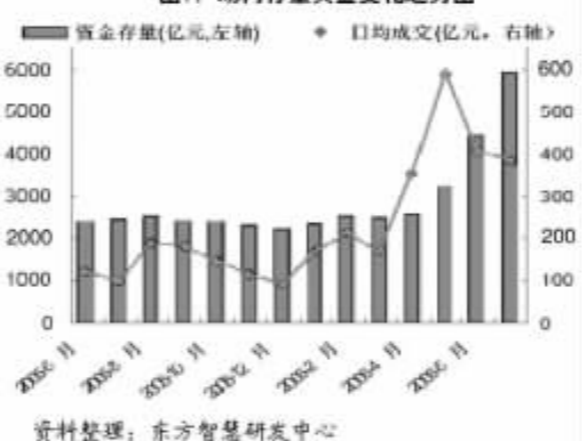
1、国际市场资金供给:全球进入加息周期,市场在适应高利率时代  
5月份以来,面对全球性货币政策由松转紧,新兴市场股市及大宗商品市场显然不适应,纷纷大跌,至今仍然维持弱势。本世纪初,各国央行为了抵御通货紧缩而实行货币扩张政策,是近年来全球范围内流动性泛滥的根源。过度流动性则推动了新兴市场国家股市以及石油、有色金属等大宗原物料的大幅上涨,进而推高了通货膨胀率。为抵御通胀,美国、欧洲等央行收紧货币政策。虽然美联储暂停加息是在一定程度上缓解紧缩政策的表现,但是欧盟等主要工业化国家进一步加息压力依然较大,而欧洲央行(ECB)已经第三次加息,市场普遍预计ECB提高利率进程才刚开始,将于8月再次升息,日本央行也将于近期放弃零利率政策,我国央行也于8月19日宣布加息0.27个百分点,全球流动性紧缩趋势不改。

面对加息周期,第三季度全球主要股市仍将继续弥漫着观望气氛,并保持弱势整理。一方面,是因为全球经济增长的不确定性,毕竟加息对实体经济影响有时滞性;另一方面,市场、投资者以及消费者适应较高的利率需要一定的过程。下半年国际股市走弱对于A股市场未必是坏事,考虑到中国对外汇进行严格管制,A股受国际投机热钱冲击的波动性并不大,而主要受到国内资金的影响。5月份之后,A股走出了和H股等周边市场完全不同的行情即是明证。股改之后的A股市场前景广阔,成为各类资金关注的热点,下半年国际市场走弱反而可能进一步促使国际资金通过各种渠道进入A股市场,A股走出独立行情值得期待。

#### 2、国内市场资金面分析

我们以分层抽样来对目前市场中的存量资金进行分析,公式为:样本保证金/样本交易量=市场存量资金/成交额×2;结果计算出2006年7月底,沪深股票市场的存量资金为5925亿元,比上月增加近1500亿元。

图1:场内存量资金变化趋势图



截至2006年7月31日,两市A股、B股及基金的个人和机构投资者开户数为7566.72万户,比6月份增加83.47万户。2006年6月1日到6月30日,以IPO新股发行流出的资金达到189亿元,以印花税和佣金形式流出的金额为48亿元左右,流入市场的存量资金为1737亿元左右,合计流入市场资金为1500亿元,但这些新增资金中的70%主要是用来申购新股。

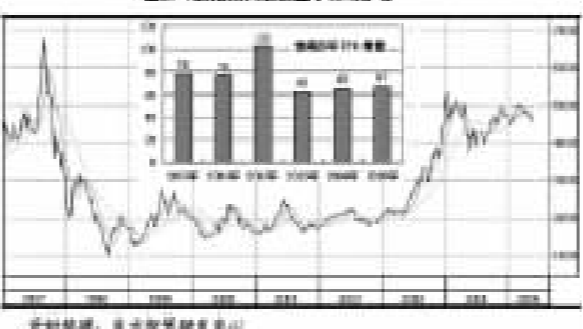
#### 3、后市资金面分析

##### ◆关注IPO对股市资金的分流

自IPO启动以来,我们预计未来每月的新股发行将维持在150亿元左右。在二级市场行情出现波动情况下,会分流一部分二级市场资金去专门申购新股。目前稳定的参与新股认购资金在4000亿左右,但这些资金有3000亿左右在申购解冻后马上流出市场。毫无疑问,股市发展关键还是要看上市公司的质量和代表性的公司,优质公司,特别是大盘蓝筹股IPO是股市大牛市所必需的。大盘股申购期间冻结巨额资金,将对二级市场短期产生资金分流的压力。

但是,目前的情况是市场的流动性过剩,新股发行在不断吸引着新资金入市,甚至当中国银行A股IPO网上网下申购冻结资金超过6000亿元,二级市场仍没有表现出资金短缺。A股未来发展可参照H股市场,H股的大牛市明显得益于本世纪初以来的急剧扩容。

图2:流动性泛滥导致牛市扩容



另外,新的再融资管理办法对再融资公司的要求以及市场化约束提高,使得真正优质公司和优质的再融资项目才能获得再融资资格,在一定程度上防范了“恶意圈钱”现象。因此,投资者对定向增发等再融资的态度转变,不再简单地视为利空,而是作为优质资产注入受到认可,相关股票也纷纷大涨。

总体而言,下半年扩容对A股市场的影响应该会运行在一个合理的范围之内。

##### ◆关注QFII与QDII的动态

中国证监会日前又批准了摩尼士丹利投资管理公司、英国保诚资产管理(香港)有限公司的QFII资格,截至目前,36家QFII机构已经获得外汇局批准的总额71.45亿美元的投资额度。而近期QDII也隆重推出,投资额度高达80亿美元(甚至高于已经开展接近三年的QFII额度),虽然首批获得QDII资格银行的投资范围仅限于债券,但是我们认为股票投资将很快纳入其中。

##### ◆关注保险公司股票投资比例上调对股市资金的影响

中国保监会主席吴定富日前透露,保险公司实际投资股票比例已经上

调了2%左右,达到保险总资产的3%—4%。这次调整对增强保险行业投资管理能力,提高保险资金投资收益率,促进资本市场稳定发展具有积极和重要的作用。

下半年,A股市场正常化之后要提升证券化率,必须保证证券总市值的增长快于GDP的9%增长速度。基于此逻辑,我们认为市场扩容力度将很大,至少增加1600亿元的新增资产,上半年资金过度供大于求的状态开始转变。但是,具体分析之后我们认为,在牛市大趋势已经确立的基础上,宏观调控和市场扩容对A股市场资金的影响更多是在波段上的,总体上看下半年二级市场资金供需相对平衡。

##### ◆“小非”解冻可能造成一定的资金压力

从6月17日G三一(600031)的股改限售非流通股解冻开始,G股公司非流通股份将陆续进入可流通状态,而8月份则是年内解冻规模的高峰期,解冻公司家数达到31家,解冻规模超过300亿元,其中持股比例小于5%的原非流通股股东(亦即所谓的“小非”)可减持规模达250亿元。未来一年半时间内“小非”累计可减持规模约为总可减持规模的70%左右,构成“存量扩容”的主要冲击力量,但我们认为,“小非”变现预期更多的是一种心理作用,一方面决定于公司的估值,另一方面决定于当时的市场环境,因此,实际减持需求应该不会太大,我们预测今年下半年“小非”的减持规模在180亿元左右。

图3:下半年“小非”解冻资金估算

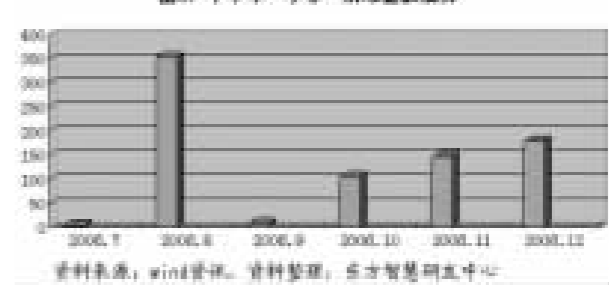


表2:下半年增量资金估算表(单位:亿元)

新增资金供给		新增资金需求	
新发基金	500	IPO	1200
QFII	230	解冻“小非”减持	180
融资融券信用交易	100	再融资	400
券商理财产品	200	QDII	200
保险资金	500		
其他新增投资资金	500		
合计	2030		1980

#### 二、市场估值对大盘的影响

A股市场整体PE尚在合理区间。参照美国近半年股市的估值波动,我们发现,在每次牛市初期,市场整体市盈率在10倍到20倍之间;而市场经过一定的整理后,进入时间较长的中期牛市,市盈率从20倍提高到30倍左右;最后,进入短暂的牛市末期疯狂,市场整体市盈率将高达40倍以上。中国股市经历了四年多的熊市目前才开始反弹,市盈率在22倍左右,属于牛市初期的合理区间上限,因此,A股的整体估值是较为合理的。

#### 三、下半年行情区间预测

宏观调控、全球进入加息周期等所引发的紧缩压力虽然比上半年大,但是,宏观经济发展趋势依然是健康的,而A股市场扩容后,二级市场资金依然充足。因此,虽然有阶段性调整风险,我们依然继续看好下半年股市机会。

目前,7月5日中行上市效应已经引领大盘创出本轮行情高点,中行占大盘市值权重高达16%,中行首日上市价较发行价上涨23.05%,从而引领大盘上涨50点左右。但是,创新高之后,由于市场对前几年宏观经济增长所进行的补偿性上涨接近尾声,伴随着资金供求关系趋紧,大盘面临向上动能乏力的困境,并选择震荡调整。其中,结构性调整明显,亏损股、概念股股价将被大幅修正。而由于有中行等大盘蓝筹新股的发行,以及A股市盈率已经处于合理区间内,因此,大盘不会深度下跌,1500点具有强烈的支撑作用。第四季度,经过第三季度的温和调整以及新资产的注入,市场价值会进一步提升,届时在工行等诸多大盘蓝筹股的上市推动下,A股大盘指数会出现大幅上涨,甚至可能挑战1900点大关。

### 主要思考

#### 一、政策的启迪

新环境、新政策,无疑将带来全新的投资机会。我们认为从新政策角度分析,税制改革和自主创新在下半年来有望出现较大的投资机会,而滨海新区由于现有的投资标的较少,可适当关注IPO品种的投资机会。

##### 1. 税制改革

新一轮税制改革的主体内容无疑将围绕增值税改革和所得税改革来展开。我国现行企业所得税制度实行内、外资企业不同的所得税制度。尽管在名义税率上都是实行33%的比例税率,但是由于给外商投资企业以特别的税收优惠和税额扣除,实际上两类企业的最后缴纳实际税负相差10%左右。目前比较流行的说法是,统一后的企业所得税税率将在24%—27%之间,这样,对于目前执行33%所得税率的内资企业来说,如果在其他条件不变的情况下,实际税负的下降幅度将在20%左右,利润因此增加。

我们认为,税率比较高的上市公司将从两税合并中获益。但由于两税合并本身并不影响上市公司的核心竞争力,也不改变上市公司的增长状况,更多的可能是对业绩的一次性补充,公司的可持续增长仍然取决于公司前期运营所形成的核心竞争力。在投资方面应关注高税率、高增长的上市公司。

表3:辽宁地区部分高税率、高增长的上市公司

证券代码	证券简称	2005年末所得税率	2007年度盈利预测增幅	所属行业
600396	G金山	33%	100%	电力
000698	G石化	33%	80%	制造业
000410	G沈机	33%	80%	机械制造
600739	G成大	33%	70%	批发零售业
000059	G辽通	33%	50%	制造业

资料来源:东方智慧研发中心

(下转 A15 版)