



2007年度股市投资策略报告之华泰证券篇

群雄逐鹿：市场进入全新的机构博弈时代

由于QFII和保险公司无持有人赎回压力及排名压力，因此“重拳出击，长线持有（优质行业龙头品种）”是其鲜明特点。给有望从优秀向“伟大”进军的上市公司一定的溢价，是战胜市场整体估值吸引力下降的重要战术。

2007年，机构将紧紧围绕三条主线投资：金融、房地产、设备制造明显受惠于强劲的经济增长，要分享中国经济增长的成就，就必须选择这些行业。

没有永恒的价值，机构将固守寻找被低估的价值股的信念，遵循增长、升级、创新和垄断的主线来均衡配置。在行业上，把握内需驱动、持续成长的投资主线。

证券投资基金、保险基金、QFII和社保基金等机构投资者的快速入市以及规模的迅速增长，使得市场博弈格局发生了根本性转变，证券市场由此进入了一个全新的机构投资时代。机构投资理念和投资方向成为引领股市最重要的力量之一。在机构主导市场的格局中，投资者只有跟随主流资金和新增资金的动向，把握机构投资脉搏，优化持仓结构，积极挖掘核心资产和潜力品种，才能立于不败之地。

一、机构投资者市场地位明显提升

1、规模日益庞大 市场份额已逾三成

目前我国A股市场的机构投资者大体可分为基金、QFII、保险、券商、社保基金、信托公司等七类（见表1）。相关数据显示，目前A股市场中的基金、券商、QFII、保险、社保基金等专业机构投资者所持市值已达6355亿元，约占1.8万多亿元总市值的三分之一。中国股市正在进入机构博弈时代。

然而，与国外成熟市场相比，我国股市的机构投资者的比例仍然偏低（见图1）。

2、引导市场作用日益明显

在2006年的行情中，机构投资者明显表现出领先一步的状态，获取了远高于大盘的超额收益。我们看到基金每个季度重点增持个股均出现大面积拉升态势。如在二季度，基金大幅增持“吃喝逛”等消费类股票，代表性股票苏宁电器大涨71.4%，五粮液股价则翻了一番还多。而QFII从2005年就重仓钢铁股，虽然在2006年前三季度总体表现平淡，但QFII始终坚定持有。在今年三季度后钢铁涨幅惊人，宝钢上涨超过70%，QFII的长线投资获得了巨大回报。在三季度中，基金增持比例最高的行业是房地产，其持有市值环比增加了182.81%。而房地产行业在三季度的同期涨幅达到23.68%，三季度之后又大幅上涨55%，远高于同期大盘涨幅。而遭其减持的机械和消费等行业部分个股则表现不佳，如振华港机三季度下跌近18%，这些都显示出机构投资者的调仓对整个市场涨跌的引领作用。

二、机构投资者市场投资行为分析

（一）趋同性分析

1、深挖行业龙头

基于共同的价值投资理念，机构投资者普遍对管理能力突出、发展战略清晰、业务价值独特的龙头公司青睐有加，坚定看好。这首先是因为行业龙头公司的市场地位决定了它们应享有更高估值，其次是龙头公司盘子较大，对机构来说具有较好的流动性，运作起来可以做到进退自如。

从基金三季度十大重仓股中可以看出，前五名的招商银行、中国石化、民生银行、中国联通和万科A的持仓市值均在16亿元以上。大秦铁路的持仓市值超过20亿元，位居新近股的首位。这些公司在其所属行业中都处于龙头老大的地位。基金总体选股思路是越来越贴近与国民经济密切相关的行业和上市公司。

持续持有优质行业龙头品种是QFII进入A股市场以来的一大鲜明特点。从三季度统计显示看，这一特征依然没有改变。三季度QFII持有前十大重仓股为招商银行、宝钢股份、鞍钢股份、上海机场、万科A、中兴通讯、浦发银行、燕京啤酒、S青啤、宇通客车，这些

图1：三地市场机构投资者占比之比较

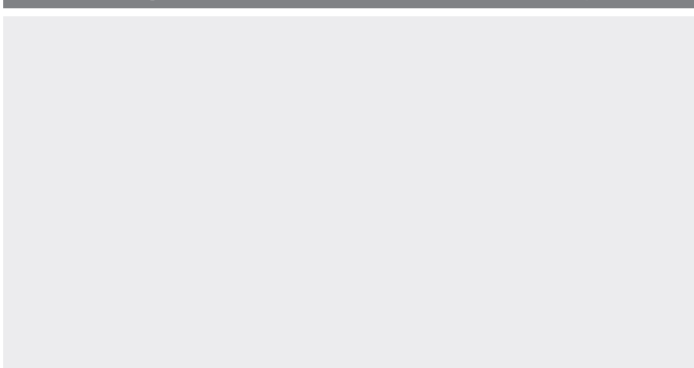


表1：各类机构持股规模估算情况（11月底）

| 机构类别 | 持股市值(万元) | 规模排名 |
|-----------|-------------|------|
| 证券投资基金 | 3500亿-3600亿 | 1 |
| 保险资金 | 864亿 | 2 |
| 券商(含集合理财) | 610-660 | 3 |
| QFII | 612亿 | 4 |
| 社保基金 | 600亿 | 5 |
| 信托公司 | 276亿 | 6 |
| 企业年金 | 31亿 | 7 |

股票在各自的行业中均处于领袖地位。

虽然目前券商投资的明显特点是分散投资，各自为战，但他们同样也看重行业龙头公司。由于券商自营规模相对较小，券商对一些细分行业的龙头更加偏爱。比如在三季度，券商重点增持了东方电机、盐湖钾肥、烟台万华、赣粤高速、S东钢、宇通客车等二线蓝筹股。

2、注重主题投资

（1）人民币升值概念下金融地产成最爱

在人民币升值的背景下，机构纷纷选择银行和房地产作为主要投资标的。银行股在业绩稳定增长、人民币升值、中间业务发展空间预期、外资并购及税制改革等因素刺激下，其成长性已成为机构资金的共识。从行业投资结构看，金融地产成为QFII、基金、保险机构的最爱。如招商银行、浦发银行、S深发展、华夏银行、民生银行等，中国银行和工商银行上市都成为各路机构的新宠。三季报显示，险资分别持有民生银行、招商银行、中国银行和浦发银行2.22亿股、1.43亿股、1.21亿股和8128万股。从全年保险资金运作轨迹看，对银行股长线持有，持仓呈逐季加码态势。2006年以来，险资在银行股上重拳出击，收获颇丰。作为人民币升值受益品种的大市值蓝筹，银行股已成为机构战略性仓位配置的重要目标。

在人民币升值及宏观经济快速增长趋势没有改变前，房地产行业的中长期投资价值不会改变。基金、保险和券商三季度继续关注受益于人民币升值、拥有大量土地储备的区域龙头上市公司，同时把握新会计准则下持有物业地产股和商业地产股的资产重估机会。基金对万科A、金地集团、招商地产等房地产龙头股的兴趣不减。地产股中的万科A、金融街、北辰实业是三季度新进的保险重仓股。三季度券商对人民币升值受益明显的地产股青睐有加，加大对金融街、金地集团、栖霞建设、泛海、招商局、龙元建设、S浙江厦等地产股继续持有或增持，南方证券大手笔新增金地集团，而长城证券逆势增持亏损地产股天鸿置业耐人寻味。

（2）青睐消费品投资

受益于宏观调控和扩大内需的经济政策，消费及相关服务必将替代投资成为未来十年中国经济增长的核心推动力。食品、零售、旅游等消费品主题投资受到基金、QFII等机构投资者的共同青睐。三季报统计显示，在股票型

基金中，有70家基金持有贵州茅台，52家基金持有大商股份，39家基金持有苏宁电器，基金重仓持续持有消费品股为其带来巨额投资收益。从券商持有股票情况看，三季度券商对未来仍有望继续维持高增长的消费概念股如食品饮料、商业零售、旅游以及医药类优质上市公司均进行了增持，如对具有品牌优势和定价能力的食品饮料成长股山西汾酒、重庆啤酒、水井坊、国投中鲁、维维股份和光明乳业积极增持；继续持有和增持部分医药股如金陵药业、复星医药、南京医药和广州药业等；积极增持旅游股峨眉山和中青旅。在QFII关注的投资品种中，食品饮料、第一食品等商业股一直被收入囊中，而燕京啤酒则持续被瑞士银行和富通银行重仓把持（三季度末合计持有7000余万股，占流通市值近15%）。由于中国消费服务业占GDP比重仍较低，随着我国经济结构迈入消费者时代，随着居民收入水平的提高和对生活质量的追求，居民对住房及教育、食品饮料、商业零售、旅游、医疗保健、交通通讯(3G)、文化传媒(数字电视)、软件、金融理财等服务型消费的需求将不断增加。为此，奢侈品、快速消费品、连锁零售业和休闲服务发展空间非常广阔。最大的投资机会还将出现在这一领域。

（3）捕捉主题投资机会，积极参与机械、传媒和奥运等主题投资

三季度机构基于价值重估、坚持成长投资理念，注重创新的投资策略，沿着更广的视角去精选个股，战略性地选择主业突出、竞争力较强、成长性良好、从长期来看股价明显低于内在价值、安全边际较高的细分行业龙头或大市值投资对象。重点挖掘机械、3G、传媒网络和奥运主题。

三季度，券商对装备制造股上加大了建仓力度。擅长捕捉主题投资的东方证券对经纬纺机、山推股份、时代新材和太原重工等机械股增持，而中信证券建仓大冷股份和西北轴承。三季度，保险公司在装备制造股上也加大了建仓力度。平安人寿重仓柳工和江南重工，中国人寿重仓安徽合力。

随着政府承诺2008年北京奥运将提供3G服务，北京奥运成为3G进入实质性的契机，从而促使3G板块的重新定位。3G大规模商用将使相关上市公司未来的业绩发展阶段呈现出跳跃式增长的局面。3G、传媒等主题投资也进入保

险和券商机构的视野，险资增持歌华有线、用友软件。部分券商加大对3G和传媒网络股如东方明珠、生益科技、华胜天成的增持力度。季报显示，机构提前对奥运主题进行布局，积极增持北京的地产、城建和旅游以及商业地产股如北京城建、北京城乡、北新建材、中青旅和中国国贸等。

（二）差异化分析

1、持有周期不同

在长期跟踪中我们发现，在机构投资者当中，由于QFII和保险公司没有持有人赎回的压力，也没有排名压力，因此，QFII和保险机构崇尚相对稳定的投资方式，对旗下看好的投资品通常会维持较长时期的投资。“重拳出击，长线持有”已成为其明显的投资特点。而券商和基金则呈现出显著的持股相对分散、持有周期相对较短，操作频繁的特点。在三季度QFII集中持有的211家股票中有144个股为原持仓股（与二季度相比），招商银行、宝钢股份、鞍钢股份等优质蓝筹股是QFII稳定持有的大市值股票，其中鞍钢股份为7家QFII持有1.9亿股，占该股流通市值20%以上；招商银行和宝钢也分别为5家QFII持有。瑞银中国证券部主管袁淑琴曾坦言，对瑞银集团来说，投资方式、投资力量与国内投资者不太一样，如果公司质地优异，投资会维持长期持有。由于优质公司相对较少，重仓持有优质股的收益率要远高于均衡配置，尤其是在牛市中。从今年一季度以来三个季度的投资情况看，瑞银对旗下重仓介入的个股如万科A、燕京啤酒、上海机场等，投资额都没有出现太大的变化。另一家QFII经理人也称，他们看好的个股一般持有周期都会至少超过一年以上，而且往往会加大资金配置，获取重仓超额收益。平安寿险在2005年保险资金被批准进入A股市场起即建仓浦发银行，其项下普通保险产品2005年中期持有浦发银行2650万股，其后不断增持，2006年三季度持有3315万股，浦发银行增发后，平安普通保险产品项下持股数达到1.19亿股。但是券商持仓情况看，券商更注重概念性炒作，持股周期则明显缩短，持仓变动也极为频繁。在三季度东方证券持有的32只股票当中，与中期仅有13个股维持不动，22个股退出10大股东行列，重仓股新增19只，平均持股不足400万股，东方证券“广泛撒网”和“轮流操作”的操盘痕迹基本体现了券商频繁操作的投资风格。

2、价值和成长各有侧重

长期而言，公司的盈利能力和成长性驱动股票价格的最重要因素。机构保险和QFII秉承价值投资和长期投资的理念，已成为证券市场上引领理性投资的重要力量。他们注重上市公司内在价值，尤其是动态价值的评判标准，寻找新的经济增长结构下受益的蓝筹价值股，坚持长线视角选择优质公司并长期持有。由于真正的蓝筹股是一种稀缺资源，因此稳健型的保险和QFII机构增量资金对其格外青睐。如险资三季度对格力电器、贵州茅台、燕京啤酒、伊利股份、五粮液、盐湖钾肥、上海机场以及金融街、S楚天高速等基金过度抛售的低估蓝筹股积极增持。季报显示，券商对东方电机、盐湖钾肥、烟台万华、赣粤高速、S东钢、宇通客车等优质二线蓝筹股积极布局。基金、保险、QFII和券商持有的部分二线蓝筹和交叉持股，充分表明了市场已经进入蓝筹时代。

通过最新机构季报中的重仓股，那些业绩稳定、规模较大、价

格适宜、流动性强的“现金牛”类股票如宝钢股份、中国联通、中国石化、招商银行、万科A、长江电力、鞍钢新轧、上海机场等是三大机构资金的投资重点。这与QFII及保险资金追求长期、稳定、低风险的投资回报的特点相吻合。

2006年，基金和券商更侧重于对成长股的挖掘，特别注重未来业绩和成长的判断，操作上具有较较强的主动灵活性。以价值与成长为基础钟情二线蓝筹股，布局2006年三季度和全年业绩增长股。基于价值重估、注重创新的投资策略，沿着更广的视角去精选个股。消费升级、3G、传媒和自主创新等成长股得到关注。

三季度基金对将在2007年发放牌照的3G板块，对于中国联通和中兴通讯增持明显。部分具备长期成长潜力的股票如盐湖钾肥得到机构的长线增持。农业成长股北大荒和顺鑫农业，2006年三季度和全年业绩增长股赣粤高速、山推股份、大亚科技、桂冠电力等成长股纷纷进入机构视野。对估值改善，2007年业绩加速释放的成长股如合加资源、索芙特、太原重工积极增持。

3、投资集中度比较：

通过计算机构投资者出现在上市公司前十大流通股的市值，除以其所有持股市值，可以衡量各类机构投资者的投资集中度。按照2006年三季报数据计算，我们发现QFII的投资集中度最高，达到35.14%，主要原因是QFII注重价值投资，擅长用长远眼光来看待其所投资公司的发展前景和投资价值。一旦认定了他们的判断，就能大量投入长线持有。QFII资金没有排名和赎回压力，因而持有周期相对较长，不会为追逐热点而频繁换股。对优质中小盘个股QFII仍保持集中扎堆持有的习

表2：投资策略选择

- 投资理念：合理估值、估值洼地的选择
- 价值重估：有效成长
- 把握具有“超预期”核心蓝筹股
- 遵循增长、升级、创新、垄断均衡配置
- 动态优化、长期趋势的波段操作

表3：寻找优质行业

- ☆ 银行、房地产、品牌消费品等消费服务行业，前景看好
- ☆ 十一五规划的新兴产业，如有有线电视、3G
- ☆ 所得税并轨加增值税转型，其中税负较重的银行、商业、高速公路、食品饮料等行业受益
- ☆ 产业政策偏向，先进装备制造、新农村建设鼓励节能环保、污水处理
- ☆ 制度预期，整体上市、优质资产注入和股权激励所带来的业绩改善
- ☆ 质地优良的新股上市所带来的投资机会

表4：寻找具备伟大素质的企业

- 云南白药
- 海油工程
- 张裕A
- 贵州茅台
- 中国人寿
- 招商银行
- 中国石化
- 中信证券
- 烟台万华
- 用友软件
- 上海机场
- 盐湖钾肥
- 华兰生物
- 歌华有线

表5：寻找2007年业绩加速释放成长股

- 合加资源
- 安泰科技
- 顺鑫农业
- 索芙特
- 太原重工
- 秦川发展
- 华邦制药
- 超声电子
- 上海汽车
- 云南铜业
- 海特高新
- 华神集团
- 冠农股份
- 农产品
- 金地集团
- 广东格泰

惯。由于QFII普遍具有成熟的市场投资理念，导致其选股趋同性较高。统计显示，三季度，QFII集中持股5家以上的个股有13只，其中鞍钢股份被7家QFII集中持有，持股数占流通股比例超过20%，宇通客车十大流通股股东中，QFII也占据6席之多，持有其流通股A股接近20%。

基金投资集中度略低，为34.7%。国内基金非常重视业绩排名，在行业配置上常有雷同之处，因此经常出现多家基金扎堆出现在前十大股东名单中。

券商的比例为31.15%，在庄股时代终结后，随着其他基金等机构投资者的迅速壮大，券商整体自营规模相对偏小，而偏好小盘成长股也导致券商持股呈现分散投资的特点。预计随着券商历史遗留问题的处理，该指标还会降低。

保险资金的该项指标最低，仅有24.2%，原因是保监会对保资进入股市的限制较多，比如在前中期涨幅超过一定比例的股票就不能买入，所以保资更倾向于分散投资。

三、追随主流机构把握市场未来机会

1、策略要先行

2007年的市场，是机构化博弈加剧的市场。我们要追随主流资金的正确投资理念和策略，选择优势行业和优秀成长股进行投资。寻找投资机会的方法就是策略。透过对机构投资者的跟踪分析，选择正确的投资策略是投资成功的关键（见表2）。

2、锁定优势行业

2006年以来，机构重点超配的有色、机械、商业、食品、银行、地产和钢铁等行业表现突出。机构擅长挖掘国家政策支持、具有清晰的业绩增长的行业背景作为个股选择的依据，投资这类股票一般都会带来超额收益。

2007年，机构将紧紧围绕三条主线投资：金融、房地产、设备制造明显受惠于强劲的经济增长，要分享中国经济增长的成就，就必须选择这些行业。股指期货推出后股指权重板块和大盘蓝筹股的投资机会增多。由于国资委重新定义了考核标准，淡化了净资产的概念，突出了对市值的关注和重视，因此从市值考核的角度来看，投资者更应该以战略眼光看待蓝筹股的中线机会。

没有永恒的价值，机构将固守寻找被低估的价值股的信念，遵循增长、升级、创新和垄断的主线来均衡配置。在行业上，把握内需驱动、持续成长的投资主线。以银行、保险、券商为代表的金融服务业、房地产、食品饮料等消费类行业、自主创新的装备制造和铁路建设以及传媒、健康产业等行业仍有上涨空间。

国家支持的减污降耗，污水处理和节能环保。新兴产业，朝阳产业或者产业新动力的相关上市公司有望成为机构投资者的建仓对象（见表3）。

3、寻找具备伟大素质、有核心竞争优势的企业

2006年上市公司前三季度净利润增长了20%，2007年上市公司盈利的预期增长、所得税合并和整体上市、资产注入会使2007年盈利仍有增长空间，未来估值会支持市场价格进一步上涨。对于某些静态估值偏高的股票，机构将更多地关注企业的核心竞争力，

关注企业未来的成长空间，给有望从优秀向“伟大”进军的上市公司一定的溢价，是战胜市场整体估值吸引力下降的重要战术（见表4）。

核心竞争力就是没有竞争对手，具备此素质才能有成为持续增长的伟大企业，这类优势企业值得机构投资者长线持有。当然，成为伟大企业应该具有广阔的市场前景，有成熟的盈利模式，独特的商业盈利模式，不可复制性，增长的可持续性，对未来有很好的成长预期。产品优势、管理优势、市场占有率、资源稀缺性、诚信机制等是判断蓝筹股的重要标准，而产品自主定价能力较大程度上反映了公司的核心竞争力。寻找中国在全世界相对具有优势的自主创新公司。

如云南白药是具有消费垄断特征的公司；而张裕A公司在营销渠道、产能扩张、原料供给及产品结构等方面综合竞争优势明显，未来增长前景较为明朗，公司具有明显的资源稀缺性，供求失衡成为支撑公司股价的持续动力。贵州茅台是高端白酒行业增长的塔尖龙头公司，公司股票应该享有更高的估值水平才能体现出其战略意义和地位。

4、新视角寻找2007年成长股 众所周知，在价值投资理念日益深化下，机构主体势必会顺应此思路进行潜力品种的捕捉，强调公司增长的持续性，那些成长性好、有增长潜力的品种无疑将为主流机构所钟爱——若把行业和上市公司公司的估值看成横坐标，那么行业与上市公司的成长性则是纵坐标。

从长期看，中国股市将沿袭国际市场的必然之路，进入双向价值回归的历程；劣质股将持续地向其价值靠拢，甚至产生流动性溢价，而那些缺乏核心竞争力、公司治理结构缺失和忽视投资者利益的劣质公司将反复地进行价值回归。规避个股风险的对策就是要寻找估值水平能得到改善（趋降）的优质个股。2007上半年机构将继续深挖成长概念，挖掘具有成长性价值股和超出预期的成长股（见表5）。

从中线角度看，要以动态的眼光看增长，寻找净利润同比环比都增长的持续性增长股。关注全年业绩增长的上市公司及2007持续增长的定价能力强的公司。动态看待股票的未来成长性，价值挖掘是一次性的，而未来的成长则是持续的机会。2007上半年，价值成长股将成为市场青睐的对象，尤其是业绩有望加速释放的合加资源、顺鑫农业、索芙特和太原重工等值得度关注。

牛市要经历价值挖掘、价值发现到价值创造的过程。全流通后，大股东通过整体上市、收购兼并、资产重组等形式，积极注入上市公司优质资产来提升上市公司业绩。资产注入是带给上市公司业绩外延式增长，提高盈利能力的最便捷方式。整体上市与资产注入将是贯穿2007年最重要的投资主题。相关统计显示，整体上市后股价表现非常优异，从行业整合动向看，机场、港口、钢铁、有色、电力、房地产、机械、航天、煤炭和铁路等行业背靠实力大股东的品种众多，具有国资背景的大市后能带来企业行业地位极大提高的大市值个股。2007年，要把握外延式扩张带来业绩提升的个股，如具有实质性资产注入的南山铝业、云南铜业；收购资产的长江电力等。2007年，集团优质资产注入将是上市公司和投资机构一起分享盛宴。