

震荡市中的ETF选择

——五只ETF投资价值比较分析

●从指数编制来看,不同指数的主要区别在于样本股选择标准、指数加权方法、成份股调整方式。样本股选择不同是导致各指数差异的主要原因。

●从指数特征来看,不同指数的行业与成份股的权重分布差异显著。就与市场基准指数相关性而言,中小板、红利指数与基准的相关度较弱。就业绩成长性而言,深证100指数突出,红利指数较弱。

●从指数市场表现来看,2006年新股发行启动至今,上证50指数累积涨幅最为显著,而中小板指数明显滞涨。近期中小板指数出现相对较大净申购,而50ETF则为净赎回,充分体现了“ETF前期涨幅越大越被净赎回、涨幅越小越被净申购”的特征。

●从指数估值与潜在上涨空间来看,红利、深证100ETF具有明显相对优势;就潜在上涨空间而言,红利ETF潜力较为突出。

□国泰君安 蒋瑛琨 彭艳

指数编制比较

1、样本股选择:导致各指数差异的主要原因

除中小板指数样本股基本为在中小板全部股票外,其他指数均为成份股指数,从该意义上讲,中小板指数的成份股选择缺乏“优胜劣汰”机制。上证50、上证180、深证100指数样本股选择以市值、流动性为主要标准,而前者还考虑行业代表性因素,上证红利指数则附加高现金股利标准。综合主要标准及样本股数量,上证50指数为沪市大盘股,上证180、深证100指数分别为沪、深大中盘股,上证红利指数囊括大、中、小盘股,中小板指数则为小盘股。样本股选择标准、样本股数量不同,是导致指数具有显著区别的主要原因。

2、加权方法:沪深两市指数略有差异

上证50、上证180、上证红利指数采用流通股本加权、分级靠档原则,而深证100、中小板指数采用流通股本加权,但未使用分级靠档技术。经分析,两类指数编制方法虽有一定差异,但并非导致指数区别的主要因素。当然,随着非流通股解禁、配售股流通,指数样本股的调整股本会发生较大变化。因此,样本股股本结构的个体差异将导致指数变化。

3、成份股调整:上证180、50指数采用大市值股票快速计入原则

成份股调整分为定期调整与临时调整。就定期调整而言,上证180、上证50指数、深证100指数每年定期调整两次,上证红利指数每年定期调整一次;就临时调整而言,上证180、50指数有新上市大盘股快速计入原则,其他指数则无此规则。这导致,从短期来看,新上市大盘股表现将加剧指数差异。

指数特征比较

1、行业分布:不同指数差异显著

不同指数的行业分布差异很大,除上证50、180行业特征较为类似外,其他指数的行业分布不尽相同,这为投资者选择不同ETF提供了多样化的选择。上证50、180行业指数前三大权重行业为银行业(32%、23%)、交通

运输与仓储业(12%、11%)、金属与非金属(11%、10%);上证红利指数前三大权重行业为金属与非金属(36%)、采掘业(12%)、机械设备与仪表(11%);深证100指数前三大权重行业为金属与非金属(20%)、房地产(13%)、机械设备与仪表(12%);中小板指数前三大权重行业为批发和零售贸易(21%)、机械设备与仪表(14%)、电子(11%)。

2、权重分布:不同指数明显不同

上证50、180指数前三大权重股分别为招商银行(10%、7%)、民生银行(9%、6%)、中信证券(6%、4%);上证红利指数前三大权重股分别为宝钢股份(17%)、中国石化(11%)、武钢股份(9%);深证100指数前三大权重股分别为万科A(9%)、S深发展A(5%)、五粮液(4%);中小板指数前三大权重股分别为苏宁电器(20%)、华兰生物(3%)、大族激光(3%),其中苏宁电器的权重比较突出。

3、与市场基准指数相关性:中小板、红利指数与基准相关性较弱

以上证指数、沪深300指数作为市场基准,随着2006年大量新股扩容启动,各ETF标的指数与基准指数的相关性呈现日渐减弱的趋势,而且不同指数之间差异较大。上证180与沪深300、上证指数的相关性最高(0.993、0.926),其次是深证100(0.978、0.925)、上证50(0.907、0.876),而上证红利(0.907、0.876)、中小板(0.782、0.669)指数的相关性较弱。样本股选择标准是决定指数相关性不同的主要原因。

4、指数业绩成长性:深证100突出,红利指数较弱

从业绩成长性来看,深证100指数未来两年业绩增长最为突出,上证180、上证50、中小板相当,而上证红利的增长相对较弱。

指数表现比较

1、累积涨幅:中小板指数明显滞涨

在2006年新股发行启动至今(2006.6.22-2007.1.31),上证50指数累积涨幅(94%)最为显著,其次是上证红利(87%)、上证180(81%)、深证100(76%)、中小板(41%)。前期大盘股行情造就了大中盘成份指数的巨大涨幅,小盘股涨幅明显滞后。2007年1月,前期滞涨的中小板指数的涨幅超过了其他指数,表现出一定补涨欲望。

2、近期净申购:中小板ETF出现相对较大净申购

截至1月22日,5只ETF基金的周净申购、赎回中,上证50ETF规模小幅下降,上证180ETF规模不变外,其他3只均出现净申购。上证50ETF净赎回0.38亿份,上证红利ETF净

申购0.21亿份,深证100ETF净申购0.09亿份。中小板ETF规模增加最大,为1.63亿份。不同ETF的净申购情况充分体现了“ETF前期涨幅越大越被净赎回、涨幅越小越被净申购”的特征。此外,随着市场震荡幅度的加大,ETF整体净赎回呈现减弱趋势,在一定程度上表现了投资者在个股选择难度加大条件下对ETF需求有所增大。

指数潜力比较

1、指数估值:红利指数具有明显相对优势

按照2006-2008年动态PE,目前估值水平最高的是中小板指数,体现“小市值股票通常高溢价”的特征。其次是上证50、上证180,而深证100、尤其是上证红利指数具有相对估值优势。指数估值水平取决于板块估值水平,正是由于低估值的金属与非金属、采掘业权重较高,上证ETF具有相对低估值;而中小板指数的高估值,则源于批发和零售贸易、电子行业的高估值。

2、指数上涨空间:红利指数潜力较为突出

根据朝阳永续一致预期数据,我们获得了主流券商在2007年1月给出的当前价距离研究员目标价尚存20%空间的股票,及2007年预测目标价。我们从两个角度对数据进行了统计:这些潜在涨幅空间较大的股票数量在各ETF标的指数中所占比重,根据上述股票的目标价、以及权重测算的指数可能潜在的上涨空间。经统计,潜在涨幅空间最大的指数为上证红利(21.3%),其次是深证100(15.5%)、上证50(15.5%)、上证

180(12.5%)、中小板(9.86%),体现了“高红利、大市值股票潜在上涨空间大”的特征。此外,如果考虑前5大权重股的潜在上涨对指数影响,上证红利指数的潜在涨幅仍为最大,其次是深证100,体现了“红利、深证100指数的权重股带动作用大,而上证50、180指数权重股带动作用小”的特征。

震荡市中的ETF选择

预期明确的上涨市场中,被动型指数基金的表现也许无法超越主动型基金表现。尽管2006年就平均水平而言,指数基金的净值增长并不逊于主动型基金,不过在当前预期明确的震荡市场环境中,主动型基金已经具有一定的劣势,这在一定程度上应归因于主动型基金普遍高仓位条件下难以回避前期高涨幅品种的大幅下跌,ETF无疑是指数基金中的上佳选择。

不同指数具有不同的股票样本及行业分布,这是导致不同ETF表现各异的原因。利用各种指标度量,各ETF可能具有不同的优缺点。从估值水平而言,上证红利、深证100ETF具有明显相对优势;就潜在上涨空间而言,上证ETF潜力较为突出;就前期累积涨幅而言,中小板ETF明显滞涨,或许暗示其未来机会;从业绩成长性来看,深证100ETF未来两年业绩增长最为突出。

没有绝对的评价标准,或者说,没有绝对一致的指标为我们提供如何选择ETF的参考。从近期申购赎回数据看,在当前环境下,中小板、上证ETF似乎更受到市场青睐,这与数据分析的结果基本吻合。在1月31日、2月1日,上证指数下跌4.92%和0.03%,而中小板ETF同期表现为下跌4.16%、上涨1.56%,抗跌作用明显。而对于偏好现金红利的低风险投资者,随着2006年报披露的陆续展开,上证ETF似乎也是一个选择。

信息评述

人民币强势上涨突破7.76

2007年2月6日,人民币对美元汇率经过1天小幅回调,再次强势上涨,突破7.76创历史新高。中间价定于7.7595,较前日上涨45个基点,即期询价和即期竞价交易系统分别报收于7.7555和7.7542。自此,人民币对美元名义汇率累计上涨4.32%。

东方证券:

1、相比1月份以来的强势,美元指数在中下旬告一段落,在近两日表现出相对弱势,美元指数最新报收于84.97,下跌0.1%。美联储再一次停止加息,以及近日美国公布的经济数据,包括超出预期的四季度GDP增速,较为温和的核心个人消费开支物价指数以及雇员成本指数都表明美国经济的短期通胀压力有所减弱,市场对未来加息的可能性预期明显减弱。

2、本周稍后将举行的七大工业国(G7)财长会议上将会讨论日元疲弱问题,这为亚洲货币走势提

供支撑,而欧洲央行在3月可能加息预期也抑制美元的短期上涨。

3、人民币对美元汇率在1月份以来名义升值0.6%,明显逐步加快,近期人民币出现了明显的全面上涨态势,名义有效汇率显著提升,首先表明了政府在解决经常项目顺差的决心。另外,2006年的人民币币值提升并未给经济带来实质性的冲击,也为2007年的加速奠定了良好基础。

4、为减少人民币单边升值预期而引发的货币政策实施成本,保证人民币汇率的双边汇率弹性是必要的,近期的人民币走势也基本保持了双边波动的态势。

5只股票型基金获准发行

持续2个月没有股票型新基金获准发行的局面将结束。记者周二从有关渠道了解到,股票型基金的发行节奏有所加快。目前,已有5只股票型基金的发行申请通过了监管部门的审批,在排定档期后将分批发行。此外,有20多家基金公司新产品在排队等待过会。

海通证券:

由于前期股票型基金发行过于火爆,规模迅速膨胀,确实给市场的平稳运行带来了一定隐患,监管层叫停新基金意在给股市降温防范风险。从上周起,市场走势出现大起大落,股指连续多天的大幅下跌使得股票型基金净值快速“缩水”,股票型基金也开始遭遇大量赎回。监管部门也已经开始对股票型基金的赎回情况进行

严密监测。为了应对目前的赎回需求以及未来可能出现的更大规模赎回,一些基金公司已经不得不开始通过对获利筹码减仓套现手段提前进行准备。如果不及时采取的措施,一旦出现大规模的赎回潮,将危及市场的稳定与安全。而及时恢复新基金的发行,可以有效应对股票型基金赎回带来的市场冲击,保证资金后备供给,稳定市场投资信心。

银华万国:

在各方对市场是否存在泡沫的争论开始扩散、基金赎回受到关注、信贷资金入市受到清查等敏感消息充斥市场的时候,证监会放开新基金发行,至少反映出证监会对市场的看法。希望通过

缓解基金压力、增加资金供给方式来引导投资者对市场的信心。

此外,创新型封闭式基金的发行如果能启动,对增加市场长期稳定资金的作用更大,建议投资者关注封闭式基金的投资机会。

行业评析

石油企业建立义务储备制

根据媒体报道,商务部将会同有关部门,借鉴国际石油市场管理经验,逐步建立原油、成品油经营企业的义务储备制度,以有效应对突发事件和平抑市场供求波动,保障国内原油、成品油市场稳定供应。

光大证券:

首先,这一政策并不出人意料,中国石化已经参与到四大战略原油储备的建设和管理中。其次,权利跟义务是对等的,三大石油企业均已在海外上市,他们的定位跟国家石油公司已经有了本质区别,承担义务,必然会享受与之相应的权利。否则,如果只是承担义务,其在资本市场必然

会边缘化。另外,建立原油、成品油经营企业的义务储备制度,也增加了原油、成品油行业的进入门槛。我们认为这一政策对于中国石化的影响是中性的。近期中国石化股价出现了较大的调整,我们认为,考虑到中国石化2007、2008年的业绩分别为0.80、1.00元,目前的股价是被显著低估的,建议投资者买入。

股票评级

久联发展 市场垄断估值16.25-19.50元

久联发展先后在甘肃省收购三家民爆生产企业,2006年产量占甘肃省需求50%。作为收购奖励,甘肃久联将获得新建生产线资格,随着2008年民爆行业整合进入尾声,久联在甘肃省工业炸药市场份额达到85%,在甘肃省形成生产垄断。

业务发展相对较为明确,我们采用绝对估值法认为久联的合理价位在15.31-18.56元;在盈利预测中,如果适当考虑久联在西北其他地区仍然有望收购成功,我们认为久联的合理价位在16.25-19.50元(相对估值法)。继续维持“增持”评级。

豫园商城 老字号聚宝盆目标价18-20元

豫园商城以其众多的中华老字号独树一帜,与苏宁等高增长的连锁业态直接导入现代化经营管理方式不同的是,中国传统商业模式是逐步融入一些现代化管理元素,这种渐进式的管理延伸使得我国传统品牌所内涵的商业价值尚未发挥出最大的经济效益,作为传统商业品牌的聚宝盆,豫园商城并没有躺在老祖宗给予的商业资源上,而是将这些品牌通过市场化的扩张方式输出到了异地,比如老庙黄金进入了浙江、江西、安徽和山西等省,公司甚至

还将南翔馒头搬到了海外,如日本、韩国和新加坡等地,成功打造了中式“星巴克”的扩张路径;行业持续景气推动公司黄金零售业务快速发展,我们估计黄金业务将每年保持20%左右的收入增长,15%-20%的净利润增长;未来三年公司将可实现1.8亿、4.4亿和3.55亿元净利润,折合每股收益0.4元、0.87元和0.76元,2008年开始的复合增长率为20%左右。我们对公司股票做了分部估值,给予18-20元的目标价,首次评级增持。(银华万国)

券商研究机构近一周首次关注上市公司追踪

(截止日:2007年2月7日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2006预期		2007预期		2006一致预期		2007一致预期	
						报告EPS	报告PE	报告EPS	报告PE	EPS	PE	EPS	PE
601666	平煤天安	中银国际	优于大市	一般个股报告	2-5	1.210	9.645	1.230	9.488	0.886	12.94	1.040	11.02
601333	广深铁路	中金公司	中性	深度报告	2-6	0.090	82.444	0.230	32.261	0.153	47.44	0.237	30.67
600897	厦门空港	平安证券	强烈推荐	调研报告	2-2	0.379	28.839	0.515	21.223	0.377	29.15	0.505	21.76
600849	上海医药	中信证券	买入	调研报告	1-31	--	--	0.330	30.152	0.210	44.82	0.303	31.02
600832	东方明珠	中信建投	买入	一般个股报告	1-29	0.241	60.954	0.349	42.092	0.225	64.70	0.268	54.49
600642	申能股份	广发证券	持有	调研报告	1-30	0.640	13.141	0.600	14.017	0.585	14.06	0.553	14.88
600586	金晶科技	联合证券	增持	调研报告	2-5	0.275	32.436	0.411	21.703	0.234	38.21	0.384	23.27
600458	时代新材	中银国际	优于大市	一般个股报告	2-5	0.120	123.583	0.330	44.939	0.139	112.75	0.320	48.94
600317	营口港	海通证券	买入	一般个股报告	2-6	--	--	0.560	19.946	0.584	20.05	0.531	22.05
600086	东方金钰	申银万国	增持	调研报告	2-5	0.020	463.500	0.310	29.903	0.021	426.44	0.305	29.12
002111	威海广泰	中信建投	中性	一般个股报告	1-30	0.390	75.897	0.580	51.034	0.396	74.20	0.552	53.14
002108	沧州明珠	中信建投	买入	调研报告	1-31	0.463	37.559	0.613	28.369	0.451	37.93	0.583	29.31
002088	鲁阳股份	中信建投	增持	调研报告	1-30	0.770	49.325	1.060	35.830	0.759	49.54	0.994	37.81
002084	海鸥卫浴	银河证券	谨慎推荐	调研报告	1-31	0.708	37.641	0.947	28.141	0.652	42.49	0.850	32.61
002075	高新张铜	招商证券	强烈推荐	深度报告	2-6	0.240	43.917	0.490	21.510	0.240	41.00	0.550	17.89
002066	瑞泰科技	国信证券	中性	调研报告	1-31	0.290	46.103	0.430	31.093	0.290	45.31	0.430	30.56
000899	赣能股份	平安证券	推荐	调研报告	2-2	0.110	42.545	0.120	39.000	0.110	40.73	0.120	37.33
000823	超声电子	中投证券	推荐	调研报告	1-29	0.252	29.444	0.349	21.261	0.225	32.03	0.308	23.39
000815	美利纸业	银河证券	谨慎推荐	调研报告	1-31	0.346	26.272	0.317	28.675	0.334	25.98	0.583	14.87
000600	建投能源	国泰君安	谨慎增持	调研报告	1-30	0.075	100.667	0.533	14.165	0.227	31.97	0.494	14.67
000021	长城开发	国泰君安	增持	调研报告	2-2	--	--	--	--	0.401	32.45	0.498	26.13

说明:“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为明显,在知情者交易

向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪他们的动向,一是利用机构研究报告

揭示出“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的是某机构出具的首次关注品种可能是其他机构早已纳入关注范

畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注范畴

的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)