

# 股指期货推出前权重股涨势可期

2007年一季度,由于股指期货并未推出,因此权重股基本上处于调整状态。目前,市场再次预期股指期货将在第二季度推出,那么在经过了调整后的权重股,是否随着股指期货的临近再起一波行情,成为令人注目的风景呢?

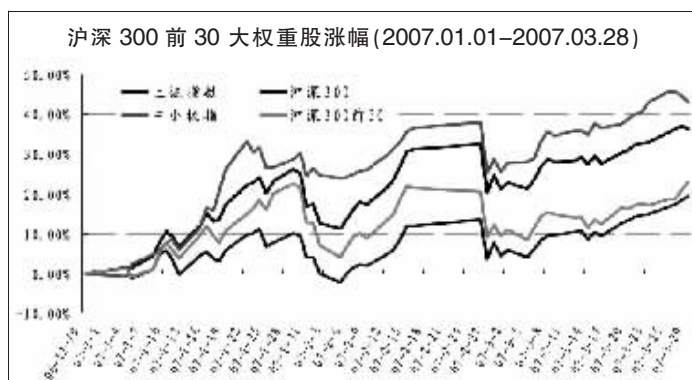
我们认为,这将取决于两个方面,一方面是权重股现在的估值水平是否被低估。如果仍然高高在上,就很难得到以价值投资理念的主流机构投资者认同,也很难仅仅因为股指期货的原因而继续高涨;另一方面还取决于近期市场对增持权重股的需求,需求一可能来自存量资金,如果前期基金等大幅减持权重股,那么需要赶在股指期货推出前重仓筹码;需求二可能来自增量资金,因为近期市场新增资金需要购买持有权重股。估值优势和市场需求这两方面因素缺一不可。

国泰君安证券研究所

## 一、权重股估值水平分析

### 1、权重股一季度涨幅落后市场

2007年1月份以来,中小板指数收益率大大超越了其它指数,同时沪深300指数前30只权重股累计收益率远低于沪深300指数与中小板指数。那么,涨幅经过一轮相对落后之后,权重股在估值方面是否能重拾优势呢?



### 2、权重股PE并未体现优势

我们对全部A股、沪深300指数以及沪深300前30只权重股2006、2007年PE进行了计算。在计算2006年静态PE时,对于已公布2006年年报的公司,我们直接使用其年报业绩;对未公布2006年年报的公司,我们使用其2006年预测业绩进行整体法计算其PE。对于既未公布年报,且没有预测业绩的公司,我们予以剔除。同时,我们剔除了亏损的上市公司,得到了2006年静态PE动态图。2007年动态PE的计算方法与其相同。通过对比我们发现,无论是以2006年静态PE计算,还是以2007年动态PE计算,沪深300指数成份股整体估值均优于A股市场,但是沪深300指数前30只权重股估值仍然偏高,不仅高于沪深300指数,同时也高于整个A股市场估值水平。

3、主流研究机构预测分析:沪深300权重股在未来尚具有上涨的估值支撑

根据朝阳永续一致预期数据,我们获得了主流券商在2007

年第一季度针对沪深300指数成份股给出的2007年预测目标价。据统计,沪深300指数中,当前价距离研究员目标价尚存20%空间的股票共有85只,其中,前30大权重股样本共有21只。这一数据与我们年初通过同样方法获得的数据相比,数目增加不少。当前前30只权重股中仅有9只股票的股价与研究目标价尚存20%空间。我们根据研究员研究报告

中给出的这85只股票目标价,计算其潜在涨幅的算术平均值,发现属于前30权重股的21只股票的平均上涨空间有30.71%,另外不属于前30权重股的64只股票的平均上涨空间有39.84%。两组空间接近。

在研究员眼里,前30只权重股中70%(21只)股票还具有20%以上合理涨幅,而且这个合理涨幅并非因前期股价调整跌出的空间,而是研究员在综合最新企业发展、国内外经济发展、人民币升值预期,以及国家相关优惠政策等多种因素分析后对目标价格的提高。因此,从这个角度,沪深300权重股在未来尚具有上涨的估值支撑。

细心读者可能发现,虽然权重股的上涨空间仍具有吸引力,但众人瞩目的6家银行股中只有3家属于有大幅上涨空间的,而权重仍排第一的招商银行,以及十大国有银行之中国银行和工商银行,并不在其列。

4、结论

从PE角度,前30大权重股估值仍然偏高,不仅高于沪深

300指数,同时也高于整个A股市场估值水平。但是,从国内各券商研究机构的2007年目标价预测看,权重股仍然具有相当优势,21只被研究员认为有大幅上涨空间的股票合计占沪深300指数权重高达28%。假设其300只股票不动,这21只股票上涨30%,将带动沪深300指数上涨8%。

## 二、基金对权重股持仓情况分析

根据公募基金每季度公布数据发现,2004年以来,基金等机构在指数大权重股上一直采取的是战略持有方式,而且在2006年第四季度还大幅加仓大权重股。

1、基金一季度确有减持迹象,但不具备普遍性

我们在截至3月28日已公布2006年年报的基金中挑选股票型基金为样本池,同时考虑到不同基金管理公司,不同管理规模,投资前30只权重股比重,是否封闭式等因素可能影响基金投资风格,因此挑选样本时尽可能覆盖全面,最后挑选出28只样本。

针对每只样本基金年报公布的明细构造组合,将此组合表现与该基金一季度每日净值(封闭式基金为每周净值)曲线进行比较,如果两条曲线差异很大,说明基金在一季度仓位改变大,反之说明调仓很小;同时还以上两条曲线与沪深300指数中前30大权重股走势进行比较,如果净值曲线偏离沪深300指数前30大权重股曲线的距离远,说明该基金在一季度对权重股进行了减持。

结果发现:

(1)28只样本中有明显调仓迹象的只有3只基金,说明调仓基金并不具备普遍性。

(2)基金调仓与其管理规模大小、投资前30只权重股比重,并无相关关系。调仓的3只基金均属于开放式,管理规模并不大(10-25亿),而且本身投资前30只权重股的比重也处于中等,并非高比例超配。

(3)同一家基金管理公司旗下的不同基金表现完全不同。例如交银施罗德成长管理规模过百亿,投资前30只权重股的比重高达50%以上,并未出现明显调仓迹象。反而旗下另一只基金交银施罗德精选,管理规模13.83亿,投资前30只权重股的比重不到40%,出现明显调仓特征。

(4)部分基金虽然从分析数

据上没有表现出调仓特征,但是由于第一季度管理规模缩小,可能导致被迫卖出股票。如果该基金采取的是按照组合原有构成等比例卖出股票,那么按照本文的分析方法将检验不出该基金是否减持权重股。而且基金最新的管理规模数据尚未公布,我们只能从其它公开信息推算。发现的确有基金在一季度管理规模大幅缩减,如南方高增长目前规模可能缩小到100亿附近,但是像这样的大幅降低规模的情况仍然是属于少数。

2、一季度新增资金规模不小,有配置权重股需求

针对老基金的调仓分析说明,已经持有权重股的老基金并未轻易放弃手中的保护权。而2006年以来的上涨行情调动了全民参与股市的热情,资金来源不断流入股市,相当一部分是通过购买基金方式间接参与股市。而2007年新发基金同样面临着“战略持有权重股、避免被动挨打”的需求,而这部分需求到底有多大呢?

2007年以来,新发行的股票型和平衡型基金份额约为850亿,三只封转开基金新增份额约为300亿。同时,根据基金投资非公开发行股票的公告,可以推测出部分老基金在公告当日的份额,这其中包含了部分通过高分红或拆分进行持续营销的基金。根据测算,这些基金新增的份额约为400亿。假设其余老基金的份额不变,今年以来基金新增份额约为1550亿。在目前的市场状况下,假设这些基金仓位为75%,那么这些基金投资于股票的市值约为1160亿元。根据我们的测算,基金在去年四季度未投资于沪深300前30大权重股的比例约占其全部持股市值的37%,粗略推算,如保持前30大权重股在基金组合中的比重,这些新增资金将用430亿元的资金投资于沪深300指数前30大权重股,这个数字相当于前30大权重股流通市值的5%。

因此,在权重股仍然具有相当估值优势,并且存在新增市场需求时,权重股的再次上升是有合理基础的。

## 三、当前“权重股行情”将如何演绎

1、股指期货推出前,估值优势使“权重股上涨”可期

当前权重股仍然具有相当估值优势,并且存在新增的市场需求,这使权重股的再次上升具有合理基础。而市场对股指期货推出时间越来越近的预期,极有

可能成为权重股再次上涨的触发条件。因此,我们判断,权重股在股指期货推出前重拾升势的概率很大,股指期货的推出有可能加速权重股价值回归。

2、如果权重股价值回归得以实现,继续高估的可能性仍然很小

由于对于像公募基金这样的机构,在股指期货推出初期参与度有限,所以基金通过操纵权重股去操纵期货来获利的动力不足。因此我们仍然坚持我们过去的观点,“话语权”赋予了权重股溢价,使得权重股未来在合理估值上方区间波动,但不会偏离太远,原因在于已大比例持有权重股的机构——国内公募基金的坚定持股。

3、权重股价值回归不在期货推出前实现,就在期货推出后实现

虽然我们的判断是在股指期货推出前权重股上涨概率大,但是不排除市场投资者并不认同业内各研究员对权重股的估值判断,或者并不认为股指期货即将推出,或者因为其它原因,使得权重股近期内并不上涨。

但是,只要支持股票上涨的基本面未发生变化,随着市场逐渐对权重股价值的认识,以及股指期货的真正推出,权重股行情可能比期货推出前的上涨来得更猛烈,因为期货的推出将使权重股投资者具有了“两头获利”机遇。

所以,我们认为,如果权重股价值回归不在期货推出前实现,那么股指期货的真正推出,将使这次迟到的上涨快速完成。

4、股指期货推出后,也不具备支持权重股不断高估的条件

对于“股指期货推出后的长期时间里,期货不影响现货走势”的观点基本得到业内认同,但是对推出后的短期影响业内仍有不同观点。

有人认,虽然基金等机构在推出初期不会成为“做空”动力,但是如果操纵者不是“做空”获利,而是不断做多获利呢?基金等虽然知道已被高估,但并不排除“坐轿子坐一段”,而且由于基金手中持有大量筹码,流通在外的筹码有限,反而使操纵者更加容易操纵。我们分析认为,这种可能性不是没有,但是建立在这种方式上的盈利基础非常脆弱。今年2月27日的大跌,我们认为也是因为前期市场涨幅过高,没有太多理由的就导致了市场崩溃。操纵者如果想以这种模式获利,面临的巨大风险也是巨大的。

(执笔:彭艳、孙佳宁、蒋琪璜)

## 信息评述

### 内地企业市值占港股总市值“半壁江山”

香港交易所近日公布截至今年3月底的市场数据显示,内地上市企业的市值总值已经占到港股市场整体市值总值的49.6%,成交金额占港股市场整体成交金额的61.9%。截至今年3月底,香港共有H股141只,红筹股90只,非H股内地民营企业股139只。此外,今年3月,香港H股股指期货平均每日成交合约为30732张,H股股指期货平均每日成交合约为7482张。

### 海通证券:

中国经济强劲的发展势头为内地企业赴港上市提供了良好基础,内地企业在港上市不仅有利于解决企业融资问题,打开了国内企业在海外发展的空间,而且也促进了内地和香港两个市场间的交流与互动。

### 沪深总市值突破14万亿

上证指数昨日盘中创出3497.52点历史新高,收于3495.22点,沪深总市值突破14万亿。

### 申银万国:

沪深总市值突破14万亿,并且增长万亿所用的时间越来越短。究其原因,除了上市公司业绩持续向好推动股价上涨外,短期来看大量资金持续流入股市依然是推动股价上涨的主要原因。从目前来看,流入股市的增量资金来源有储蓄持续分流资金、跨行业套利资金、部分信贷资金等,我们认为其中储蓄资金分流是最主要的资金来源部分。然而,市场可能更加关心央行不断加强回收流动性,为何没有影响?首先,央行回收流动性主要是直接着手于银行货币市场过剩的资金,对庞大储蓄的分流影响十分有限;其次,在我国货币市场和资本市场之间还存在一定隔阂,两者资金面联动关系不够直接,货币资金收紧通过乘数等传导到整个金融市场有一个过程。关键是,这种趋势是否会改变?我们以为这主要取决于政策紧缩影响积累的程度。今年以来,央行明显加大了货币资金回笼和冻结力度,除了回收增量投放资金外,还大量回收了超额的资金,银行货币市场资金趋紧比较明显。此外,从去年以来央行已经三次提高存贷款利率,在资金趋紧的情况下,价格政策的累积影响也将逐步显现。为此,我们更倾向于认为后续利率、存款准备金率提高对市场短期影响有限,反而中期的政策累积影响在逐渐增强。因此,从政策的角度看,建议投资者后续应当更加密切关注货币政策调控的力度及其带来的累积可能导致的质变的影响。

### 我国铁矿石对外依赖度超50%

2007年,中国钢铁业发展依然任重道远。日前,国家发改委经济运行局副局长贾贵松在2006年上海钢铁贸易50强颁奖典礼上透露,国内钢铁业的铁矿石对外依存度增大,目前已超过50%。目前,中国已经成为全球最大的铁矿石进口国。

### 国泰君安:

此前因印度铁矿石出口关税引发我国国内铁矿石进口商异议,而其产生的连锁反应还将直接影响2008年度铁矿石价格谈判。最近,已有数家投资机构修改了2008年度“矿价”预期,澳大利亚最大的投资银行麦格理银行预

测改为涨10%,而之前曾预计降15%,花旗集团也重新修正下跌20%转为上涨7%。有钢铁专家表示,国内一部分钢铁集团已经开始与国际铁矿石巨头签订长期供货协议,除了稳定钢铁原料供应外,同时也可以降低国际铁矿石的购买价格。

## 行业评析

### 降温电解铝投资利好铝业上市公司

国家发改委近日下发《关于遏制铝冶炼投资反弹紧急通知》,对于今年以来格外“冒尖”的铝行业过快投资实施紧急“降温”。

### 联合证券:

专家认为,选在一季度经济运行数据即将公布的敏感时刻发布政策,意味着紧缩信号已通过国家发改委进一步释放。关于国家对电解铝投资的宏观调控,自2006年9月以来关于铝的行业报告中我们曾一再强调应重视此因素将对供求关系产生的重大影响。前期在我们进行的产能统计中,确实也发现了电解铝预计新增产能明显增加的情况。国家发改委下发《关于遏制铝冶炼投资反弹紧急通知》,意味着未来电解铝的供应增长将受到限制,从而对中长期铝价形成支撑,这对现有电解铝上市公司构成实质性利好。预计未来宏观层面的措施,还可体现在环保和关税方面。我们坚持看好铝行业,乐观看待铝业上市公司业绩大幅提升和行业内的整合进程。

## 外行评点

### IMF 世界经济增长风险减小

国际货币基金组织11日发表《世界经济展望》报告指出,目前世界经济增长面临的风险与6个月前相比有所减小。

这份报告说,目前世界经济面临的主要不确定因素包括:美国住房市场恶化可能导致其经济进一步降温;全球金融市场不稳定性的增加可能导致风险资产减少;如果石油价格再次飙升可能导致通货膨胀压力增加;全球投资和贸易不平衡可能影响世界经济的长期健康发展等。报告说,评估世界经济增长所面临风险的一个关键问题是,如果美国经济的下滑速度比预期快,全球经济能否幸免。美国经济自2006年初以来开始降温,但迄今为止,除美国近邻加拿大和墨西哥以外,其他地区所受影响有限。

### JP 摩根 维持中国石化增持评级

JP摩根预计中国石化(0386.HK)今后12个月将达到9港元,维持该股的“增持”评级;预计中国石化2007财年净利润增长21%,至人民币650亿元,主要由于炼油业务好转。目标价相当于2007年11倍的预测市盈率,或相当于6倍的企业价值/利息、税项、折旧、摊销前收益。2006财

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:4月3日-4月11日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价(元)	4.11收盘价(元)	目标涨幅(%)	2007报告预期		2007一致预期		股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价(元)	4.11收盘价(元)	目标涨幅(%)	2007报告预期		2007一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE									EPS	PE	EPS	PE
000549	S湘火炬	国泰君安	谨慎增持	4-9	50.00	8.90	461.80	1.940	4.588	2.092	4.260	000488	晨鸣纸业	东方证券	买入	4-9	12.80	9.43	35.74	0.500	18.860	0.511	18.380
600059	古越龙山	光大证券	最优	4-10	60.00	24.30	146.91	1.060	22.925	0.639	39.230	000550	江铃汽车	国联证券	推荐	4-6	20.00	14.78	35.50	0.800	18.450	0.801	18.360
600663	陆家嘴	东方证券	买入	4-6	40.00	23.37	71.16	0.409	57.139	0.357	67.980	000063	中兴通讯	东方证券	买入	4-9	65.00	48.23	34.77	1.800	26.794	1.441	34.260
600028	中国石化	中信证券	买入	4-11	18.00	11.32	59.01	0.827	13.688	0.772	13.700	002098	得兴股份	天相投顾	增持	4-5	23.10	17.24	33.99	0.440	39.182	0.439	40.230
000911	南宁糖业	上海证券	跑赢大市	4-6	22.50	14.67	53.37	0.808	18.156	0.468	31.750	000731	四川美丰	中银国际	优于大市	4-10	21.10	15.87	32.96	0.955	16.618	0.926	17.150
600426	华鲁恒升	中信建投	买入	4-6	28.15	18.36	53.32	1.060	17.321	0.972	18.450	600276	恒瑞医药	招商证券	强烈推荐	4-10	41.00	31.13	31.71	0.650	47.892	0.646	48.780
000666	经纬纺机	银河证券	推荐	4-6	15.00	10.15	47.78	0.480	21.146	0.394	24.130	601318	中国平安	东方证券	买入	4-10	70.33	53.54	31.36	1.180	45.373	1.282	41.220
000667	名流置业	国泰君安	增持	4-10	16.94	11.64	45.53	0.360	32.333	0.360	32.920	600535	天士力	国信证券	推荐	4-10	35.00	27.08	29.25	0.780	34.718	0.759	36.670
600831	广电网络	中投证券	推荐	4-9	35.00	24.17	44.81	0.590	40.966	0.538	44.160	600110	中科英华	天相投顾	增持	4-11	20.50	15.95	28.53	0.390	40.897	0.343	47.420
600596	新安股份	长江证券	推荐	4-10	50.00	35.44	41.08	1.523	23.270	1.290	27.520	600009	上海机场	中信证券	买入	4-5	35.40	27.57	28.40	0.923	29.870	0.925	29.540
000815	美利纸业	招商证券	强烈推荐	4-10	23.23	16.48	40.96	0.690	23.884	0.613	24.450	600398	凯诺科技	银河证券	推荐	4-5	13.00	10.15	28.08	0.600	16.917	0.545	18.120
000430	中信证券	国泰君安	增持	4-6	70.00	49.97	40.08	--	--	0.670	30.610	601111	中国国航	兴业证券	买入	4-10	10.71	8.38	27.80	0.400	20.950	0.279	29.520
600002	金融街	中信证券	买入	4-10	26.25	18.79	39.70	0.660	28.470	0.673	28.240	000002	万科A	海通证券	买入	4-6	23.80	18.63	27.75	0.740	25.176	0.721	24.250
600104	上海汽车	招商证券	强烈推荐	4-5	19.32	14.07	37.31	0.670	21.000	0.608	23.600	000876	新希望	国泰君安	增持	4-6	18.00	14.10	27.66	0.550	25.636	0.483	29.360
002018	华星化工	中信建投	买入	4-5	28.31	20.85	35.78	0.560	37.232	0.555	37.820	600320	振华港机	天相投顾	买入	4-11	22.00	17.29	27.24	0.650	26.600	0.654	26.420

### 说明:

1)“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面

代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。2)以上研究成果只反映卖

方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需

要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出其后市场的反应情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代

表市场平均预测水平的指标,将对您的投资提供新的依据。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)