

# 非理性波动难免 纠错行情可期

◎浙商证券研究所

## 一、保经济增长成当务之急

2003年至2007年,我国经济增长速度依次为:10.0%,10.1%,10.4%,11.6%和11.9%。从世界GDP数据来看,经济能持续保持五年以上的两位数高速增长的国家是非常罕见的,这样的高增长很难长时间维持,必然会在出现峰值后逐步回落。国家统计局副局长许宪春曾明确表示:中国经济可能已经进入调整周期,未来几年我国经济增长速度将呈现逐步回落态势”。从去年第四季度开始,GDP同比增速开始略微回落。今年回落趋势加快,上半年同比回落1.8个百分点,其中,一季度增长10.6%,环比回落0.7个百分点,同比回落1.1个百分点;二季度增长10.1%,环比回落0.5个百分点,同比回落2.5个百分点。

7月份,国家领导人密集调研江苏、浙江、上海、山东、广东等地。考察期间,温家宝在对经济的五点表态中,将保经济与控物价放在最前。从年初表态“今年恐怕是中国经济最困难的一年”,到6月份“当前经济形势比预料的要好”的说法,再到7月份“避免出现的回落”的最新判断,预示着宏观政策面可能有重要变化。宏观政策的重点可能由之前的“两防”转变为现在的“一保一控”,即由防止经济增长由偏快转向过热,防止物价上涨转为全面通胀”,转变为保持经济在较长时间平稳较快发展,控制物价涨幅在经济社会发展可承受的范围之内”。基于“一保一控”的目标,从紧的货币政策、稳健的财政政策基调将不会改变,但是当局将会根据经济形势发展,对货币政策做出局部性的调整,对部分地区或者是行业信贷有所倾斜,而利率和汇率政策会比较审慎。

## 二、大小非减持压力或有缓解

按7月8日收盘价计算,三季度限售股解禁市值3980.85亿元,是2008年全年解禁市值最小的季度,一、二、四季度解禁市值分别为9625.95亿元、4926.04亿元、5584.42亿元。虽然三季度大小非减持压力相对较小,但是各月分布不均,其中8月份解禁市值为全年峰值。

统计显示,7月份共有109只个股的大小非解禁,约67.53亿股,市值728.57亿元,是全年大小非减持压力比较大的月份。其中,西部矿业、宁波银行、南京银行三个个股的解禁数量名列三甲,分别为12.5亿股、6.35亿股和5.31亿股;8月份共有142只个股解禁,约234亿股,市值2573.30亿元,是2008年全年解禁的峰值。仅宝钢股份一家便解禁119亿股,市值1080.6亿元。经过该次解禁后,宝钢股份将从此进入全流通时代。此外8月份实现全流通的还有申能股份、中化国际、中国嘉陵、华发股份等14只个股。其中申能股份、中化国际分别有14.95亿股、6.17亿股解禁;9月份共有78只个股解禁,约53.93亿股,市值678.98亿元。北京银行解禁27.56亿股,合计市值387.70亿元。此外海南航空、天音控股、新湖中保解禁股数也较大。

综合来看,三季度解禁流通股以大非为主,而且比较集中于钢铁股,因此8月份虽然解禁市值为全年峰值,但实际上减持压力较小。

近期大非锁仓承诺密集出台,截至7月4日,沪深两地上市公司大非自愿追加锁仓承诺的已达18家,大非的这一自律行为呈现加速迹象。按解禁时间看,2007年6月之前大部分公司已经完成股改,这意味着今年6月前大部分小非已经实际解禁,小非减持已告尾声。随着小非筹码的换手,目前市场结构出现了微妙变化,大非实际流通比例开始不断增加。大非虽然数量庞大,但是减持意愿相对较弱,特别是国资背景的大非,相当一部分事关国计民生,大幅减持的可能性较小。另外,在国资管理部门的监管下,这部分大非的可控性也较强。

## 三、市场估值趋于合理

6月底,沪深300指数的TTM市盈率为20.52倍,2008年预测市盈率为16.70倍。与国际市场相比,沪深300指数的TTM市盈率已接轨成熟市场代表指数之一的标普500指数,2008年预测市盈率甚至低于标普500指数。截至6月底,标普500TTM市盈率接近20倍,2008年预测市盈率为17.64倍。沪深300指数目前估值已降至相当于2006年10-12月的估值水平。

上半年两市持续单边下跌,A股重心大幅下挫,A股加权平均股价于6月13日跌破10元大关,与去年4月份持平。以2007年10月16日为界,之前6个多月A股平均股价从10元左右被推高至逼近20元;之后8个月时间内,A股平均股价又跌回10元左右。短短一年多时间,A股上演了一出过山车表演。

估值趋于合理了,对市场支撑作用却不明显,而且市场日成交金额也不断萎靡。自去年5月份成交量达到顶峰后,A股日成交额呈震荡下滑态势。至6月份,A股日成交金额一度萎缩至只有六、七百亿元的水平,成交状况陷入低谷。地量频出之时,股指不断创出调整新低,千股跌停惨状不时显现,大盘日线十连阴、周线七连阴的极端走势都已铸成。从技术层面讲,A股已经具备了反弹条件。

## 四、心理因素可能主导市场趋向

研究发现,全球范围内多个市场的平均情形显示,市场波动的60%-70%来自基本面(经济增长、公司盈利能力、公司治理等),其余的30%-40%来自市场心理。越是不发达的金融市场,由于投资者的不成熟,心理因素对市场的干扰作用就越大。

从A股市场投资者结构来看,个人投资者比例高达51%,明显高于成熟市场。而散户通常表现出更明显的非理性行为,具体包括:过度自信、过度反应、反应不足、损失厌恶、后见之明、后悔厌恶、自我归因、处置效应、自我控制等。在这些非理性内因支配下,投资者倾向于追涨杀跌、过度交易、频繁买卖、过早买入、过早卖出等非理性操作。同时A股市场基金投资者的投资思路也呈现短期化,追求市场热点,短期投机炒作势头明显。以2007年为例,219只股权投资偏股开放式基金,的股票整体平均换手率为311.25%,封闭式基金的整体换手率为209.24%。大资金频繁进出加剧了市场波动,比如近期基金对中国联通、中国石化的操作。

考察投资者心理因素对股价变化不难发现,在牛市阶段,多数投资

者对持乐观态度,会有意无意夸大市场的有利因素影响,而忽略一些潜在的不利因素;顶部阶段时,完全为乐观情绪所支配,买入价可能完全脱离上市公司的实际业绩;而在悲观阶段,对不利因素非常敏感,于是即便业绩优良的所谓锁仓之宝也难免遭遇恐慌抛售。正是因为心理因素的存在,往往导致市场调整过度,从而产生纠错性机会。

目前A股估值趋于合理,心理因素将成为影响A股市场的重要因素。由于三季度仍然面临国内外诸多不利因素,在心理因素主导下,市场非理性波动很难避免,但是价值投资者或许可以从中觅得高安全边际的投资机会。

## 五、迎来纠错性质的反弹行情

经过上半年大跌48%的过度调整后,我们认为,7、8月份市场会迎来一个纠错性质的反弹行情。8月份将举办奥运盛事,借助奥运激情多头有望发动一波反攻,出于奥运维稳目的,或明或暗的托市措施都有可能出台。此外,上市公司半年报披露将延续至8月底,由于上市公司半年度业绩有望超出预期,受业绩驱动,行情转暖几率增大。

不过我们对反弹高度仍持谨慎态度,因为三季度市场面临的不利因素仍然较多。国内经济增长快速下滑风险仍然存在;通货膨胀尚需秋粮收成的考验,此外通胀的成本推动与输入压力也将持续,加息预期始终困扰市场;而国际油价、美国次贷危机在第三季度都有可能继续

冲击A股市场。

A股市场在接替越南成为今年全球最熊股市后,市场信心极度匮乏,对利空冲击的心理承受能力非常弱。三季度仍然可能由于心理因素导致市场非理性调整,价值投资者或许可以从中觅得高安全边际的投资机会。我们预计,三季度上证综指的核心价值中枢为2700点到3000点,运行区间为2500点到3500点。

## 六、资产配置建议

我们对第三季度股票资产的配置仍持谨慎态度,主要原因有:

行业	流通市值(亿元)	标配(%)	配置	行业	流通市值(亿元)	标配(%)	配置
电气设备	1176.96	1.88	超配	航运业	1827.99	2.92	标配
商业	1942.79	3.1	超配	机械	2695.17	4.3	标配
建筑业	1314.42	2.1	超配	传媒	678.18	1.08	标配
软件	640.54	1.02	超配	日用品	159.2	0.26	标配
化学原料药	529.1	0.85	超配	化工	2973.89	4.75	标配
建材	1139.76	1.82	超配	贸易	692.08	1.11	标配
证券	1682.21	2.69	低配	铁路运输	653.82	1.04	标配
汽车及配件	1291.09	2.06	低配	元器件	704.03	1.12	标配
纺织服装	1029.21	1.64	低配	煤炭	2674.38	4.27	标配
钢铁	2799.12	4.47	低配	交通仓储	285.11	0.46	标配
有色	2426.3	3.88	低配	公路	483.81	0.77	标配
民航业	726.4	1.16	低配	园区开发	515.75	0.82	标配
石油	793.49	1.27	低配	造纸包装	672.51	1.07	标配
石化	955.1	1.53	低配	农业	1154.5	1.84	标配
化纤	404.85	0.65	低配	综合	1089.79	1.74	标配
房地产	3576.99	5.71	低配	化学药	589.98	0.94	标配
通信	1508.37	2.41	标配	中药	956.93	1.53	标配
酒店旅游	292.95	0.47	标配	生物制品	400.16	0.64	标配
电力	3009.82	4.81	标配	医疗器械	63.99	0.1	标配
保险	2273.85	3.63	标配	医药流通	162.43	0.26	标配
家电	1213.21	1.94	标配	银行	9060.8	14.47	标配
食品	2515.44	4.02	标配				

# 防御中的投资机会

◎爱建证券研究发展总部

## 一、A股市场基本展望

全球通胀,全球经济增速放缓;美国次贷危机余波不断,弱势美元和大宗商品上涨成为通胀主要原因;越南经济危机与货币危机成为亚洲经济关注的热点;在全球通胀和经济增速减缓下,许多新兴市场股市表现比较稳健。国内经济增速减缓是不能否认的事实,2008年GDP增速将回落至9.5%-10%;CPI将从高位回落,但PPI持续上升;下半年宏观调控政策有可能松动,下半年可能会有一次非对称加息。总体来说,尽管目前我国通胀压力仍然很高,2008年下半年GDP增长受到通胀的负面影响有所放缓,经济着陆迹象也将更加明显,但我们认为从经济增长的内生角度来看,中国经济长期增长的结构因素,以及通过和本次越南危机比较,我国经济不具有内生硬着陆的特征。我们认为我国宏观调控政策将在下半年有所松动,这将给市场带来更大的投资机会。

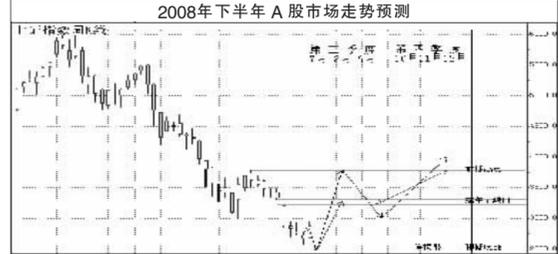
在经济软着陆预期下,当前的市场估值(一年期动态市盈率16倍)水平下行空间比较有限。尽管企业未来盈利仍有下降风险,但只要经济不出现硬着陆,从利润占比较大的主要行业(石油石化、银行等)趋势看,上市公司盈利2009年仍存在一定的增长,预计2009年上市公司盈利有望保持15%左右的增长速度,而2008年上市公司

业绩增速将回落至20%左右。

我国股市拐点的出现取决于通胀走势,如果通胀能够得以有效控制(由于能源价格上涨导致全球油价回落或经济需求放缓导致通胀压力减缓),政府宏观调控政策有望出现转向,经济将会见底,股市拐点出现。

## 二、技术分析:震荡筑底后反弹

基于对A股市场中长期盈利和资本回报率假设,我们认为A股长期合理市盈率为20倍左右的水平。我们认为下半年大盘将筑底反弹,考虑到下半年原油价格回落和宏观调控政策或有局部调整,下半年合理波动范围为2500-3800点(对应动态市盈率16-24倍)。



底部形成后,下半年A股市场将发动一轮反弹行情,可能会出现两种情况:第一种是上涨至端午节假日3215-3312点一带遭遇阻力,时间大约是在8月中旬,然后震荡整理直至9月底,之后发动第四季度上涨行情;第二种是冲过端午节假日,在前期高点3786点附近遭遇阻力,时间也是在8月中旬,然后回调,约在9月底前后下跌至

一、次贷危机仍在不断掀起冲击波,造成全球金融市场动荡。二、地缘政治不稳定,特别是伊朗核问题前景难料,原油价格可能继续冲高,从而对全球股市造成压力。三、宏观经济仍然存在快速下滑风险。四、通胀压力不减,货币紧缩基调不变,加息预期仍将伴随市场。五、房地产和银行这两个权重板块面临重大的不确定性,可能挑动市场脆弱的神经。六、第三季度上市公司盈利状况不容乐观。

综合对各行业估值、盈利能力、成长性、景气度的分析,我们的第三季度行业配置建议如下表。

行业	流通市值(亿元)	标配(%)	配置
航空业	1827.99	2.92	标配
机械	2695.17	4.3	标配
传媒	678.18	1.08	标配
日用品	159.2	0.26	标配
化工	2973.89	4.75	标配
贸易	692.08	1.11	标配
铁路运输	653.82	1.04	标配
元器件	704.03	1.12	标配
煤炭	2674.38	4.27	标配
交通仓储	285.11	0.46	标配
公路	483.81	0.77	标配
园区开发	515.75	0.82	标配
造纸包装	672.51	1.07	标配
农业	1154.5	1.84	标配
综合	1089.79	1.74	标配
化学药	589.98	0.94	标配
中药	956.93	1.53	标配
生物制品	400.16	0.64	标配
医疗器械	63.99	0.1	标配
医药流通	162.43	0.26	标配
银行	9060.8	14.47	标配

2800-3000点附近,之后发动第四季度上涨行情(见下图)。我们认为第一种可能性较大,即第三季度箱体整理(2500-3200),第四季度发动一波反弹行情,高度在3800点左右。第三季度上证综指核心运行区间:2500-3200,第四季度上证综指核心运行区间:3000-3800。

## 三、投资策略及金股推荐

由于对宏观经济不确定性和上市公司业绩增速下滑的担忧,我们建议采取防守反击策略,下半年重点关注下列行业及主题:

受益于通胀的行业:煤炭、石油、化工(钾肥、煤化工);

抗通胀的弱周期行业:银行、医药、商业零售、通讯设备、食品饮料、传媒、旅游酒店;

主题投资:央企重组和地方资产注入、新能源、节能减排、资源品价格管制改革、金融制度创新(股指期货、融资融券、创业板等)。

爱建证券下半年十大金股:北大荒、青岛啤酒、安泰集团、中材科技、华鲁恒升、中信国安、中天科技、康缘药业、浦发银行、武汉中百。第三季度爱建证券50股票池见下表。

代码	股票名称	公司评级	年内目标	代码	股票名称	公司评级	年内目标
600598	北大荒	增持	20	600426	华鲁恒升	买入	30
002200	绿大地	增持	60	600725	云维股份	买入	45
600195	中牧股份	增持	20	002018	华星化工	买入	65
000568	泸州老窖	增持	74	600352	浙江广盛	买入	21
000869	张裕A	增持	90	002078	太阳纸业	增持	25
600616	第一食品	买入	18	601186	中国铁建	增持	16
600600	青岛啤酒	买入	28	000768	西飞国际	增持	34
600408	安泰集团	买入	20	600031	三一重工	增持	40
600997	开滦股份	买入	58	000002	万科A	增持	15
601088	中国神华	买入	61.2	600663	陆家嘴	增持	17.5
002080	中材科技	买入	24.8	600895	张江高科	增持	15
000012	南玻A	买入	21.5	600060	中国国贸	增持	8.5
600256	广汇股份	买入	18.9	000839	中信国安	买入	16
600795	国电电力	买入	10.0	000063	中兴通讯	买入	85
002028	思源电气	买入	43.8	600487	亨通光电	买入	15
600550	天威保变	买入	33	600588	用友软件	增持	33
600388	龙净环保	买入	20.4	601919	中国远洋	买入	35
600019	宝钢股份	买入	12.30	601006	大秦铁路	买入	21
600005	武钢股份	买入	13.5	600138	中青旅	增持	34
600357	金岭矿业	增持	33.52	600754	锦江股份	增持	22
600557	康缘药业	买入	38	600631	百联股份	增持	15.2
600267	海正药业	买入	25	000759	武汉中百	增持	14.5
600276	恒瑞医药	买入	45	600837	海通证券	增持	30
002022	科华生物	买入	34	600000	浦发银行	买入	32
000792	盐湖钾肥	买入	100	601169	北京银行	增持	20

## ■信息评述

### 基金二季度资产组合分析

东方证券:

虽然对于开放式股票型基金和混合型基金来讲,基金平均仓位较一季度都有4%左右的下降,但是经过测算后我们知道,整体上来看这个下降幅度并不是由于基金经理主动减仓行为造成的,而是由于股票市场下跌造成的。对于封闭式基金,二季度持仓情况上升了4%,但这并不说明基金经理转变了对市场的看法,而是因为封闭式基金一年一度的强制分红所造成的,在分红完毕之后基金股票仓位被动的得到提升。因此总体来看,基金经理对市场基本保持了比较谨慎的看法,没有进行加仓动作。但是可能是监管原因,他们也没有刻意的“砸盘”。也就是说,他们并没有进行较大幅度的减仓动作,这对稳定市场起到一定的作用。

统计结果显示,基金平均持仓水平在39.6%到90.32%之间,持仓水平的标准差为15.08%,达到了历史高点。同时我们发现,比较大的几个基金公司,比如华夏、南方、嘉实、博时,它们的平均持仓水平都在70%以下,显示了大基金对于市场的看法还是比较谨慎的。而规模比较小的基金公司,有的对市场看法比较积极,比如信达澳银旗下有1只基金持仓水平达到了90.32%,华商旗下也有1只基金股票持仓水平达到了89.47%。

安信证券:

二季度末,主动开放式股票型基金股票资产配置比例为72.68% (剔除指数基金以及QDII基金),主动开放式混合型基金股票资产配置比例为66.34%,与上一季度相比有较为明显的下降(77.96%、73.31%)。

从主动股票型基金前20大重仓股来看,民生银行、宝钢股份、烟台万华、格力电器、中国远洋等上个季度的前20大重仓股没有进入二季度前20大重仓股。对退出和新进主动股票型基金10大重仓股的股票进行统计,结果发现退出的股票大多属于有色金属、房地产等行业,新进的股票行业属性比较复杂。与上个季度相比,主动混合型基金前20大重仓股中的金地集团、深发展、保利地产、中国铁建、大秦铁路、云天化等没有再次出现,退出的重仓股中有色行业居多。从个股配置集中度指标来看,主动股票型基金前10大重仓股占到全部股票投资的48.65%,较去年底的44.81%略有提升;主动混合型为50.94%,较去年底的46.98%也略高一些。

国信证券:

二季度基金整体业绩再度大幅亏损,金额达-4103.45亿元;全部基金资产净值合计为20937亿元,较上季度的25711亿元减少了4774亿元,缩水18.6%。截至6月30日,基金期末总份额为22925亿份,与上期22924亿份基本持平,剔除期间新发行的1230亿份,基金总体赎回份额仅占5.4%。剔除QDII基金,基金二季度末持有A股市值12627亿元,占同期A股流通总市值58144亿元比例为21.7%,比一季度的22.8%略微降低,但其总资产净值占流通市值比已经达到36%。不可否认,基金仍是A股市场最有话语权的参与者。

截至二季度末,除封闭式基金为应对4月份近785亿元的大额分红被迫减仓20.16%外,其它偏股型基金只有小幅减仓行为,而且仓位降低主要还是受持股市值下跌影响,影响幅度都在3.6个百分点左右。我们的基本结论是:除封闭式基金被动减持应对分红外,偏股型基金在二季度分别是采掘业、医药生物制品、电力煤气及水的生产和供应业、信息技术业和批发和零售贸易,其中以煤炭行业为主体的采掘业在高油价背景下获得高度认可,增持幅度达到了42%,其余增持行业与市场热点较吻合。

从行业方面看,偏股型基金二季度继续对原重仓行业减持坚决,减持前五行业分别是:房地产业、社会服务业、木材家具、机械仪器仪表和金属非金属,减持幅度分别为41.94%、30.75%、30.1%、19.2%和17.46%,基金对金融保险业配置已经低于市场标准配置3.01%。增持的五大行业分别是采掘业、医药生物制品、电力煤气及水的生产和供应业、信息技术业和批发和零售贸易,其中以煤炭行业为主体的采掘业在高油价背景下获得高度认可,增持幅度达到了42%,其余增持行业与市场热点较吻合。

### 强势个股最新评级(7月23日)

个股简称	个股代码	评级机构	最新评级	08EPS预测	机构估值	最新收益	目标空间
中国中铁	601390	中投证券	买入	0.25	7.50	5.91	26.9
合加资源	000826	银河证券	买入	0.54	22.50	16.08	39.93
福星股份	000926	国信证券	买入	0.71	12.01	7.71	55.77
双鹭药业	002038	东方证券	买入	1.00	45.00	31.29	43.82
沙隆达A	000553	光大证券	买入	0.53	13.50	8.53	58.26
日播时尚	600017	凯基证券	增持	0.88	16.90	13.30	27.07
包钢稀土	600111	东方证券	买入	0.93	35.00	18.82	85.97
上海机电	600835	海通证券	买入	0.59	17.80	13.68	30.12
中煤能源	601898	中信证券	买入	0.18	26.80	14.02	91.16
深圳机场	000089	渤海证券	买入	0.48	7.38	6.54	12.84

### 热门板块机构调研深度透析(7月23日)

板块名称	市场表现	调研结论	评级/机构	关注个股
航空业	受上海航空上半年航空需求一直在下滑,和东方航空而且由于奥运安全保障要求较	可能合并消高,航空需求仍将维持负增长。息影响,航预计8、9月份可能会达到最低	申银万国	上海航空、东方航空
食品	体异动三整点。此外,国内航空煤油当前价格	格与去年同期相比提升了50%以上,成本压力依然较大。	中性	中国国航
上海本地股	两家上海航上海国资委整合悄然提速,上	空公司合并海将首先在金融、房地产业	天相	外高桥自
汽车	传再度引业、商贸产业、文化传媒、航空	爆了上海本和医药六大行业中展开重组计	招商证券	一汽轿车、宇通客车
行业	地行情,划,隶属国资委管辖的下属集	体高、自团公司都会陆续对旗下股份公	看好	金龙汽车
	司进行重组实现全面的行业整合。	产业整合。		
	昨日早盘汽受居民实际购买力下降,油价	车股成为市上涨以及成本压力影响,汽车		
	场一大亮业景气度持续下降,行业整体	进入了平缓增长期,预计下半年		
	年汽车行业毛利率仍将继续下	滑。投资者可关注抗风险能力		
	强的子行业龙头企业。			

数据由“证券通(http://www.cnsec.com)”提供。

# 大小非:大老虎还是小老虎?

◎民生证券研究所 路阳

限售股解禁成为市场普遍认同的近期持续下跌的理由,平安证券研究员蔡大贵等人4月30日的一篇报告《大小非减持的影响及其对策测算,2008年到2010年A股市场上有15.55万亿元市值的限售股流通股解禁,但招商证券景志忠等人《限售股减持:挥之不去的估值阴影》报告称,按照4月30日收盘数据测算三年内可预期的减持规模仅1.7万亿元。数据相差如此悬殊,大小非到底是真老虎还是纸老虎?大虎还是小虎?

由于哪些大小非股东会抛售解禁股份是个仁者见仁智者见智的问题,笔者先对现有解禁股的总量进行统计,然后逐步减去由于股

份性质、控股因素、价值因素等原因抛售可能性较低的股份,经过测算,笔者认为未来两年半时间内约有2.6-4.3万亿的解禁股减持压力,约相当于目前A股市场流通市值的40%至68%。