

# 股市资讯

SHARes investment 丛书

## 中国股市大扩容

上海新风投资咨询有限公司

## 图书在版编目(CIP)数据

中国股市大扩容/上海新风投资咨询有限公司编:——上海:文汇出版社,2007.12  
(文汇原创丛书)

ISBN 978-7-80471-280-9

I. 中… II. 上… III. 股票—资本市场—基本知识—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第177880号

# 股市资讯 中国股市大扩容

---

作者/上海新风投资咨询有限公司

---

丛书主编/范春生 责任编辑/杨健英 刘刚

编辑/赵乐平 封面装帧/陈麻颖

---

出版发行/文汇出版社(上海市威海路755号 邮政编码200041)

---

照排/上海新风投资咨询有限公司

印刷/装订/上海三印时报印刷有限公司

---

版次/2007年11月第1版 印次/2007年11月第1次印刷

开本/880\*1230毫米1/32 字数/400千

印张/11 印数/1-50,000册

---

ISBN 978-7-80741-280-9

定价:15.00元

**股市资讯** 丛书  
SHARES investment

# 中国股市大扩容

上海新风投资咨询有限公司编

 文匯出版社



## 特写

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 曾渊沧博士专栏——中国股市能否“软着陆” .....          | 3  |
| 陈丹虹：上海滩 寻梦园——向奥运进发 .....            | 8  |
| 陈招军：2007年三季度回顾——业绩稳定增长 单季环比略降 ..... | 9  |
| 国泰君安——2007年11月月报——留一半清醒 .....       | 10 |
| 申银万国——11月：震荡巩固 .....                | 14 |
| 国泰君安——以个性不变应潮流万变：恒久 .....           | 17 |
| 海通证券——合理估值决定波动中枢 供求关系决定波动极限 .....   | 22 |
| 国泰君安——工行：费用收入比明显下降，中间业务快速增长 .....   | 30 |

|            |    |
|------------|----|
| 公司索引 ..... | 33 |
|------------|----|

## 公司排行榜

|             |    |               |     |
|-------------|----|---------------|-----|
| 市场指数 .....  | 39 | 最低市盈率 .....   | 54  |
| 国外指数 .....  | 42 | 最高获益率 .....   | 56  |
| 市价总值 .....  | 43 | 最高税前利润率 ..... | 58  |
| 最活跃股 .....  | 44 | 最高资产回报率 ..... | 60  |
| 52周新高 ..... | 46 | 盈与亏 .....     | 62  |
| 52周新低 ..... | 48 | 市净率 .....     | 64  |
| 上升股 .....   | 50 | 活跃股 .....     | 65  |
| 下跌股 .....   | 52 | 非活跃股 .....    | 346 |

投资有风险  
入市须谨慎



# 曾渊沧博士专栏



**曾渊沧博士**，香港知名投资顾问，现任香港城市大学MBA课程主任，管理科学系副教授，也是香港营运研究协会主席及香港投资学会顾问。在金融学术研究上颇有建树，1998年与一些资深专业人士共创中原城市地产指数，为香港地产市场价格变动提供前瞻性指标。2000年曾受邀为中国国务院之国家退休保障计划向部长提供咨询，2001年荣获香港城大之最佳商业应用研究奖。2007年荣获国际金融财务策划师学会和中国注册理财规划师协会联合颁发的“金融学术卓越奖”。他先后出版了17部专书和发表了3000多篇论文和文章。他为香港《苹果日报》、《大公报》、《文汇报》及新加坡《新明日报》和《股市资讯》等报章专刊所撰写的财经专栏，深受投资者欢迎。

## 中国股市能否“软着陆”

### 一、泡沫？不是泡沫？

相信许多人都会感觉到中国股市涨得很高，很多人都在争论中国股市是不是已经进入一个“泡沫”时代，有人说是，有人说不是。

说是的，主要是来自海外的，包括美国联邦储备局前主席格林斯潘，就在最近三个星期，他讲你了解什么是泡沫，你去看看中国，中国股市有了一切泡沫的特征，但是我们知道上证指数刚刚升破了6000点。在半年前，上证指数超过3000点的时候，已经有很多人在讲泡沫了，包括香港的首富李嘉诚，说中国股市有泡沫了，PE(市盈率)值五、六十倍是不可思议的，而且他不单单讲而且做，李嘉诚最近一直在抛售他手上的一些H股，如南方航空。还有，美国股神巴菲特把他手上的中国石油卖得一千二净，美国铝业也把中国铝

业的股票卖光了，英国老牌银行巴林更乱来，刚刚上市的恒鼎，上市一个星期就卖光了。

当然，他们都是赚了很多钱的，巴菲特买中国石油的价格才1' 2钱，从一块多卖到十几块，赚了十倍。很多人认为巴菲特实际上相当愚蠢，不够我厉害，因为我继续持有，在巴菲特把中国石油的股票卖掉之后，中国石油的股价继续上涨，股神大概在11块开始断断续续地卖，卖的最高价格也就是14块左右，但是中国石油的股价在前天(10月18日)一开市就达到20块。

是不是泡沫，大家都有不同的看法。认为是泡沫的，包括格林斯潘、巴菲特，他们认为PE达到50、60倍，甚至100倍是不可思议的。但是11月初，有一个股票叫“阿里巴巴”要到香港上市，IPO(首次发行)的预期PE竟然达到94倍，破了纪

录，所以从海外许多投资者的角度来看，的确中国股市是一个泡沫，因为他们从来没有见过50倍PE的。

美国的道琼斯指数在过去100多年来，20倍PE已经很恐怖了，30倍PE肯定就垮了，PE达到100倍是不可思议的。大概在一个月前，香港政府还用150元去买香港交易所的股票，香港交易所股票在2001年IPO时才3块钱，香港政府用50倍的价格去买，很多人说香港政府发疯了，但是现在这个股票是250块钱，一个月的时间让香港政府总共赚了几百个亿，香港政府今年的财政盈余大概要超过一千亿。

你说是泡沫，“泡沫”还在持续上涨。如果说是泡沫那应该破了，所以也有人认为不是泡沫，他们的基本理论是“认为泡沫的人是因为他们生活的世界里面经济增长比不上中国

那么快”。美国过去几十年里年经济增长率没有超过10%的。西方国家的年经济增长率一般是2%、3%，能够达到4%已经是高速增长了。当你以2%的经济增长率来看中国10%的增长率，美国股市20倍PE，那我100倍PE也是合理的嘛。

企业也是一样，美国企业的增长一般在10%以上已经很不错了，但是中国好的企业的增长是100%。美国有没有出现过企业的增长很快、股价的增长也很快情况，也有，这是1999年到2000年这段时间，那段时间许多人为了那些“.COM”公司的股票发狂，当然发狂的结果就是跌下来，而且跌到今天也没有办法恢复元气，当年NASTAQ指数到了4000点，现在也只剩下2800点，离高点还有一段距离。当时发狂到已经不看PE了，你问他PE多少倍，他说没有PE，因为公司还没有赚钱。为什么没有赚钱的股票都有人买？他说这个公司投资很多，这个企业在不断地烧钱，钱烧越多就表示将来钱会赚得越多。这是当年的理论，每一段时间都会有新的理论，今天认为中国股市不是泡沫的，它的理论就是这里的经济增长、企业的增长比西方国家高，PE高一点是正常的。

如果你问我中国股市到底有



没有泡沫，我的答案是：有泡沫。我还是认同传统的西方国家那一套。股神之所以把中国石油的股票卖得一千二净，他的那套理论还是正确的。虽然他卖了之后股价在继续上涨，但不代表他的做法是错误的，他还是正确的。他坚持自己的原则，他的原则就是作为一个价值投资者，认为股票超值我才买，不值我就不买，所以他坚持原则作很长期的投资，卖了后再涨不关他的事，他也不会眼红，也不会再追回来。

## 二、买股票需要长期持有

投资股票最大的危机不是股市涨得很高的时候你突然跑进去买，而是不能长期持股。

很少有人在过去四年不进场，现在突然跑进场，不会的，他不敢进场。大部分人是过去一两年开始入场，只有极少数的人有胆量在2002年

或者2003年进场，这些人里面也很少人持股到今天，就算2005年、2006年进场的人，股票持有到今天的也很少。大部人的情况可能是2005年进场，2006年卖掉了，卖掉之后又买回来，2007年有更多次买卖，因为股市不是一口气涨上去，当中会有很多有调整。去年6月份有一个很大的调整，今年二、三月也有一个很大的调整，不久之前也有一个很大的调整，每一次调整就会把一些人从股市里赶出去。

很多人在股票涨的时候不会卖，他觉得很高兴，他的身家每天都在涨，但一遇到调整他就怕了，他担心见财化水，所以他卖。但卖了之后呢，发现股价又在涨，结果又很后悔，这部分人他不会在很后悔的一开始就买回来，如果在很后悔的一开始就买回来，那还不错，但很多人是在后悔了很久





之后才买回来。很多人是10元买股票，13元卖掉，后来18元再买回来，然后又卖掉，再过几个月，二、三十元再买回来，这样害死很多人了。

股票在上涨的过程中，很多人手上的股票实际上是越来越少，因为他并没有这个胆量长期持有，绝大部分人给股市震一震就吓走了，也有人在最近的调整中给震光了，手中持有一些现钱，没有股票，也不敢买，许多人希望等便宜点才去买，但是可能等来等去都等不到。在调整的时候他也不敢买，因为每一次调整都会有很恐怖的事情发生，一定会有令他不敢买的理由发生。

泡沫不泡沫实际上是根本不重要的，因为没有一个人能够说现在是泡沫，然后卖掉，卖得干干净净，从此我就不要去碰股票。我还没有找到一个

在2000年最高峰的时候卖掉股票，手中持有一笔现金，一直等到2003年而中间不进场的。虽然从2000年到2003年，很多人看到股市下跌，认为是很好的机会，因为他错过了2000年的最高峰，他认为够了，反弹了就去追，哪里知道反弹之后再跌。

我自己也等不到2003，我运气好，在2000年卖了，但我没有等到2003年，2002年10月我就进场了，之后呢继续跌。2003年发生了“非典(SARS)”，我和其他投资者不一样的是我进场之后我就死守，我不会因为2003再跌就卖掉。2002年进场的人很可能看到一场SARS这样的事情发生就吓坏了，而且可能在2003年以最低的价格卖掉，我没有卖掉，继续持有，持有到今天，总算赚了一些钱。

### 三、美国次级债风波的警示

在全球一体化的环境中，我们不可能不留意全球股市的动向，而且中国政府不断在讲要加强宏观调控，宏观调控会不会影响股市？宏观调控是不是要刺破这个泡沫？但什么是泡沫，到今天为止中央政府并没有给一个定义，而且在不久之前社保基金理事长项怀诚先生还公开说股市没有泡沫就像啤酒没有泡沫，不好喝，就是说

他说允许有点泡沫的。

有些人开了帐户之后没有买卖，他发现股票涨得那么高之后也不敢去买，另外有大部分人也并没有直接去参与，他们去买一些基金，因为他不知道在一千多只股票里去选哪一只，不敢随便买。从这个角度看，我认为中国的股市是有泡沫，但问题是有泡沫是不是一定会带来泡沫突然爆破呢？不一定。泡沫不一定会突然间爆破，不一定会像飞机失事突然间从空中跌下来，是可以软着陆的。而且我也相信，中央政府也正在做这件事情，就是想方设法使中国股市软着陆。

就西方国家而言，当他发现经济非常蓬勃、发展增长得很快的时候，西方国家一般会加息，这是西方国家最喜欢做的事情。就好像美国的房地产，美国人一向只租房不买房的，因为美国人可能今天在纽约工作，明天就调到加利福尼亚去了，美国人在房产上投资很少，而且美国土地太多了，土地供应是无限的，在这种情况下美国百年来没人炒房产，每年房产价格增长是很稳定的。

但是从2000年到2004年这段时间，美国联邦储备局一口气把利率降到1%，美国就出现房产热炒，这是过去没有出现过的，为什么会出现呢？就是因为利率太低，买房子每月分期

付款所付出的钱比租房付出的更少。买方的热潮使房子开始涨价，两年涨了一倍。在上海，涨一倍是属于涨得太少了，但在美国是不可思议的事情，使得美国政府在2004年终于决定加息，美联储每次开会就加，两年内一口气加了17次利息，总共加了4.25%，涨到5.25%，终于使得房产价格下跌。这就是西方国家所做的，西方国家最喜欢用利率调控经济。

加息之后，美国人发现情况逆转了，因为分期付款要付出的钱多了，就不敢买房子了，就开始出现了最近美国次级贷款的问题。

什么是次级贷款？原本买房子的话，正确的做法是银行的贷款经理应该问买房子的人一个月赚多少钱，要算一算每个月还分期付款的能力才贷款给你，但次级贷款不是，即使你没有工作他也贷款给你，为什么会贷款给你？因为他认为反正房子一直在涨，可以把房子按揭，但这种情况必须以房价不断上涨为基础的。但泡沫破裂了，问题就出来了。这就是最近美国次级贷款问题发生的主因。

当年很多没有资格借钱的人贷了款，但是银行也不是很愚笨，银行借钱给这些人之后，银行把借款合同包装一下，找



了穆迪一类的评级公司做了评价，卖给像新加坡的星展银行、中国的中国银行等全世界任何的投资者。怎么包装呢？他把借款合同和美国国家债券掺在一起，像猪肉加猪骨头一样掺在一起卖。而且一些国际性的对冲基金胆子更大，他不但买，而且借钱来买，向日本借钱，日本向全世界提供最便宜的资金，日本的利率才0.25%，就有人向日本借钱来买这些次级贷款的证券，因为这些东西的回报有10%。他们只要债券不跌，即使跌5%还有钱赚，跌9%就跑掉了，但一下子跌了50%就跑不掉了，这就是为什么最近美国出现这么大的问题，为什么许多对冲基金突然垮掉的原因。而且“屋漏偏逢连夜雨”，很奇怪坏事情总是一起来，在这个时候日元突然涨起来，就迫使他们卖掉美元资产来平仓日元，在这种情况下全球股

市就垮下来了。

#### 四、如何消除泡沫实现“软着陆”

中国股市在这段时间还是受到了影响，只不过影响面小一点，因为中国经济到现在还主要以出口为主的。但如果全世界经济不景气了，谁来买中国货？没人买中国货，中国的企业赚不到钱，那么中国股市怎么往上升？这是不可能，因为股市还是要看企业能不能赚钱，所以中国股市还是会受到影响，只不过受的影响是大还是小。

美国经济是否真正走向衰退会对中国产生影响，如果全球经济出现衰退，中国也会出现经济问题，中国股市不可能一枝独秀。有人一直有一个错误的观点，认为中国股市是一个封闭的市场，这个市场有很多钱，



很少的股票，所以永远是只升不跌的，但实际上还是会跌。这是从外围的因素来看。

内部因素也有，就是宏观调控。当然在中国搞宏观调控的难度很大，因为政府最基本的经济发展政策还是希望高速发展。政府希望能够继续发展，只是不希望有炒卖，因此不能采取和西方国家的那一套，加息的作用是全面性的打击。中国的利率加到现在还是比美国的利率低，加得太高对整体经济的作用是一刀切的，而且利率太高还有一个不好是会导致更多外汇兑换成人民币，人民币还在升值，这样就财息兼收了。新加坡利息比美国低，就是担心美元兑换新元，推高新加坡元。

货币比较强的国家都是要设法把自己的货币压下来，往上涨只会鼓励更多人来投机自己的货币，所以政府也会担心有人炒卖人民币，如果越来越多的美元兑换成人民币，人民币越来越多只会造成通货膨胀，这就是另外一个问题。所以现在的宏观调控总是有一种被绑起来调控的感觉。

现在困难还是很多，既然困难很多，那么宏观调控是否就根本控制不了？我还是认为如果政府真的不希望股市这个泡沫继续长大，还是有办法的，而且可以做到相当不错的软着

陆。我想提出一些我个人的看法，我认为不管任何市场，股票也好，甚至花也好，在80年代中国炒过花嘛，炒兰花，特别在东北长春那里炒得很厉害，一朵兰花可以卖十几万了，最后也是垮下来。任何东西的价格涨到一定程度，一定会有一些聪明的人开始撤退，最聪明的人早一点撤退，就像美国的巴菲特一样。

股市上涨现在对社会的坏处很大，许多人都没有心思工作了，因为股市一上一下就等于一年的薪水。在这样的情况之下，涨到某一个程度就会有人慢慢地撤出，就好像1973年，香港和新加坡都经历过，股市一下子垮掉，垮了多少呢，不见了90%。它不是一天垮下来的，而是不断地跌下去。香港有一个写股评很出名的人，叫曹仁超，他经常提到他1974年给大家引以为戒的那种经验，当时香港恒生指数从1700多点往下跌，跌到600点的时候，他认为跌够了，他把所有的身家财产都丢进去，哪里知道从600点一直跌到150点，他的身家财产不见了75%。股市涨到一定程度一定会有人撤出，钱就慢慢地抽走，这是一种情况。

另外一种情况就是增加股票供应，例如IPO。很多人低估了IPO，实际上IPO的杀伤力是很大的，IPO实质上就是从市场上把钱拿走，不回来了。如果没有IPO，投资者在相互

之间买卖，实际上钱一直在市场里面，只不过股价从10块变成了15块，大家感觉很好，钱没有流走。但IPO不一样，新股上市，钱就跑到企业去了。从中国有股市到2005年，整体的IPO只不过5000个亿，去年3000个亿，今年1月到现在已经5000个亿了，所以大家的确要小心。今年的5000亿只是算到现在，下周上市的中国神华的几百亿还没有算，所以到年底我估计可能是8000亿，如果这个情形在明年继续，明年可能变成上万亿了。有人说中国市场钱很多，但每年几千亿，你有多少个亿呢？还是会把市场抽光的。

不但是IPO，还有上市公司再融资以及股权分置改革成功后有国有股的减持。如果国家认为股市太高了，要冷却股市，就可以卖出国有股以增大市场供应，市场的钱通过这些方式流出市场，肯定会使市场上的钱慢慢减少。此外香港的H股会回来上市，听说红筹股也会回来上市，还有QDII，也是会把资金抽走的，所以，就算没有宏观调控，很自然的通过这些方式，都会使中国股市慢慢冷却，真能如此则不是坏事，而是很好的事情，就是所谓的“软着陆”。

(根据录音资料整理编辑)

# 上海滩 寻梦园

陈丹虹 (广州资深电视人/音乐人/财经主播)



**陈丹虹**，广州最早的创作歌手、DJ歌手，八十年代初，手捧吉他献唱于广州流行音乐的最早舞台：音乐茶座。现负责主持广州电视台《谈股论金》、《沟通无界限》、《广州房地产档案》、《谁是飙歌王》等电视节目。并筹备出版个人第二个音乐专辑《广州梦想》。

## 向奥运进发

在万众期待之下，第一大权重股中国石油11月19日计入指数，其股价每涨跌一分钱将影响上证综指约0.31个点，由此计算，该股每一个涨跌停板将影响上证综指约120个点。但中国石油并没有带领大盘走出阴霾的日子，还连累了石化、银行、地产等各大权重股纷纷下跌，让市场大失所望。

不过，一天的行情并不代表以后，中国石油登陆A股才十一个交易日，也许会有水土不服，一时不适应。我们暂时不能对其要求太高，但是假以时日再把眼光放到2008年或者更长远，相信大蓝筹——中国石油，还是会给市场带来惊喜的。

上海证券交易所总经理助理阙波把蓝筹股定义为：业绩稳定、成交活跃、红利丰厚，在国民经济和各个行业占有重要地位的企业，比如中国石油(601857.SH)、中国神华(601088.SH)等等。阙波表示，现在，国外的投行或者金融界人士，纷纷把眼光

盯着中国内地的上海和深圳，这是全球资本市场尚未开垦的一片处女地。应对国际市场的挑战，我们要考虑既做大蓝筹股市场，同时做强蓝筹股市场。做大蓝筹股市场，就要继续吸引国内大的蓝筹股到上海上市，包括香港的红筹股回归。而做强蓝筹股，包括吸引那些海外或者跨国企业，像汇丰、可口可乐、西门子，它们在中国已经有很好的发展，我们考虑把这些大的跨国公司中的蓝筹股引入上证所。做强蓝筹股市场是打造核心竞争力最关键的一个方面。如果像汇丰、可口可乐、西门子这样的公司将来在A股上市的话，蓝筹股就真的又强又大了！

只是目前的秋雨时分实在是……，只要买股票都会被套，就是买啥套啥，垃圾股套，二线股套，蓝筹股最近跌得更凶，和去年买啥啥挣可谓冰火两重天。套，一个都不能少！这样均匀的下跌大伙都觉得舒坦了。其实，再好的股票也不会天天涨，再

差的股票也不会天天跌，股票本身就是这样，教科书就是这样教导我们的。市场也是这样的，股票天天涨就会来5.30什么的，股票天天跌就会发基金增加资金供应。这是市场告诉我们的，教科书里没有。就是说，股票跌得多了，跌的时间长了，投资机会就会来啦。

奥运板块就是跌的时间太长了，经过前期的爆炒，在2008奥运倒数一周年后开始快速下滑，好像首旅股份从62.44元跌到30.66元，北京旅游从26.4元跌到15.03元，大多数奥运板块的个股跌到一塌糊涂，跌到满地鸡毛，这些股票都被腰斩了，但是这一斩就斩出投资价值来了。如果有大佬(中国石油)撑住，好稳食好多！(现在在中国石油稳住大盘，可以放心炒个股)奥运股将会率先发飚走出阴霾的日子，我们要先人一步向奥运进发。

陈丹虹(广州梦想)BLOG博客

<http://blog.sina.com.cn/gz7dream>





## 业绩稳定增长 单季环比略降

### — 2007年三季报回顾

截至2007年10月31日，沪深两市1519家上市公司如期披露了今年第三季度报告。这些公司今年1至9月总共实现净利润5655.87亿元，有可比数据公司同比增长高达66.93%，这一金额已远远超过去年全年所有上市公司完成净利润的总额。显然，上市公司整体经营情况仍然维持着健康的成长态势。1519家公司2007年前三季度加权平均每股收益0.2878元，同比增长77.13%，净资产收益率11.32%，同比增长47.01%。

不过，上市公司第三季度销售额增幅和利润率却在下降。1519家公司中，有1444家公司

提供了同期对比数据：(图表1)

显然，前三季度上述会计数据的增幅均低于中期。季报显示，虽然第三季度上市公司整体业绩仍维持了上半年的增长趋势，但第三季度单季增长速度有所减缓，第三季度业绩环比较前两个季度出现明显下降。

上市公司营业收入增长幅度趋于“降温”是第三季度单季业绩环比下降的一个重要因素。上市公司营业利润增幅的剧减，主要是管理费用、财务费用增幅的提高和投资收益增幅的降低。

1444家公司中期和前三季度相关会计数据分别是：(图表2)

前三季度管理费用、财务费

用、投资收益的增幅要比中期提高4.68、5.60、-201.22个百分点。

从行业来看，行业景气度对行业上市公司的整体业绩向好起了决定作用。以煤炭、钢铁、有色金属为代表的基础原材料行业、机械设备制造业、石油化工业、采掘业等上市公司均受益于行业景气度的持续高涨，呈现业绩高速增长的趋势。而金融、地产行业的上市公司同样因受到行业景气度刺激和国民经济的快速发展，呈现强劲上升的态势。

上海新风投资咨询有限公司

陈招军

(图表1) 单位：(亿元)

| 项目     | 2007年中期  | 较2006年中期 | 2007年1-9月份 | 较2006年1-9月份 |
|--------|----------|----------|------------|-------------|
| 主营业务收入 | 31052.26 | 增长28.29% | 48282.36   | 增长24.95%    |
| 利润总额   | 3565.87  | 增长81.18% | 5479.80    | 增长65.11%    |
| 净利润    | 2388.03  | 增长85.61% | 3704.89    | 增长67.24%    |

(图表2) 单位：(亿元)

| 项目   | 2007年中期 | 较2006年中期  | 2007年1-9月份 | 较2006年1-9月份 |
|------|---------|-----------|------------|-------------|
| 管理费用 | 1779.59 | 增长79.73%  | 2816.87    | 增长84.41%    |
| 财务费用 | 370.49  | 增长8.24%   | 585.61     | 增长13.84%    |
| 投资收益 | 725.50  | 增长430.24% | 1115.03    | 增长224.02%   |





# 留一半清醒

## ——投资策略2007年11月月报

预测市场几乎是不可能完成的任务，所以我们在每个月的月底绞尽脑汁的写下个月的月报，主要的目的是给大家提供一些对市场思考的维度和空间。在市场有些狂热的时候不妨泼点凉水，在市场悲观恐慌的时候加油打气。

第一、我们始终坚持认为：股市最终是称重机，实体经济趋势和行业公司基本面是我们判断市场走势和进行资产配置建议的基石。

上市公司业绩的较快增长是化解A股市场估值过高的唯一办法，也是目前支持市场估值水平的基本理由。而未来业绩增速可能的回落(我们认为这种回落是向常态的回归)，是最终市场估值水平无法持续的根本原因。所以我们密切关注A股上市公司业绩增长的变化趋势，并建议投资者给予能够保持业绩以较快速度持续增长的行业和公司更大的关注，这既是牛市下最好的进攻，也是总会到来的熊市下最好的防御。因为，即使泡沫主要是过多的流动性吹起来的，但每次

资金涌入某个板块、公司的理由都是基本面的因素。因此，我们对市场的判断和行业配置建议，都是以实体经济和行业的基本面为支撑。

第二、如何看待当前市场的结构性分化？物极必反，却需要契机。

9、10月市场风格的极端结构性分化，过八成个股下跌难以跑赢指数，让散户投资者再次感叹：涨了指数不赚钱。我们认为当前的市场结构性分化，既是市场对大市值蓝筹业绩价值的发现过程，也是市场资金力量格局发生深刻变化所决定的。首先，大市值蓝筹的半年报和三季度报给出了很好业绩增长，尤其是占据第一权重的金融股，纷纷报喜。因此大市值蓝筹得到了市场的认同，成为推动指数上涨的强劲动力。其次，股民转基民，资金涌入基金，基金掌握了市场的话语权。基金的投资思路和利益决定了小市值个股不大可能受到关注，基金重仓股的推高，带来了基金良好的投资业绩表现，这进一步促使更多的资金流向基

金。这是一个不断增强的正反馈过程。

物极必反，再好业绩的蓝筹股在资金的不断推高下，也会产生泡沫。而很多基本面不错的二线公司，却不断跑输大盘，显现了相对的投资价值。这个正反馈过程不发生改变，市场的结构性分化就不会有根本的改变。长期来说，业绩优秀、流动性好的蓝筹会越来越成为市场的主角，这是市场发展的必然。

历史总以我们意想不到的方式重复，也许，留一半清醒去观察市场周边因素的变化迹象是渐趋泡沫化市场下生存的必须。

### 一、10月，股市风格特征显著，强者恒强取代板块轮动

10月，市场呈现先扬后抑再扬的波动走势，“二八”甚至“一九”的风格特征极其突出。市场力量格局改变带来的强者恒强特征取代了原有的板块轮动。

我们剖析了股价和样本的结构波动，有以下几点认识：

1. 10月的指数上涨，主要依靠核心蓝筹推动，核心蓝筹尤

其是金融股三季报的优良业绩和  
市场资金力量格局的改变是核心  
动因。中小板指数疲弱，与大盘  
股指数相差超过10个百分点的  
收益。低价股、小市值、低估值  
的板块表现较差，市场呈现明显  
的结构性分化。

2. 10月上涨家数不到总数的  
2成，个股表现能够超越大盘的

则更少。市场已经从“530”之  
前的普涨，走向了另一个极端。  
这种极端的后果就是全部A股算  
术平均股价下跌，市场换手率明  
显下降。

3. 只有能源、金融、地产等少  
数行业跑赢了大盘，被动型投资  
或者基金投资优势更加明显。比  
较不同周期(一个月、三个月、

十二个月)的行业涨跌幅，发现  
从左到右，累计涨幅居前的基本  
一致，说明行业间的强者恒强，  
逐渐取代了原先的轮动。

10月核心蓝筹推动指数，中  
小板指数疲弱能源、金融、地产  
等少数行业跑赢指数，强者恒强  
逐渐取代轮动替换。



## 二、实体经济温和回落；CPI 高位维持，本币升值加速

三季度GDP 增长11.5%，较  
第二季度的11.9%有所回落。其  
中主要是因为第二产业增速下  
滑。三季度固定资产投资增速  
下降较快，9月份单月投资增速  
24.78%，而1-8月累计增速是  
26.7%。出口增速保持回落态  
势，9月份出口增速为22.8%；  
进口增速大幅回落至16.1%，也  
从侧面验证了国内经济出现回落



资料来源：国泰君安证券研究所



的迹象。社会消费品零售总额的名义增速保持17%的增长,但实际增速则大幅下降,尤其考虑到城镇居民人均可支配收入增速连续两季度下降,消费增长的前景不容乐观。

但工业增加值增速出现反弹,9月份增速18.9%。对比工业增加值与固定资产投资增速,二者走势9月出现背离,显示经济景气运行仍有惯性。我们认为:受制于高基数和宏观调控,预计四季度进出口增速和固定资产投资增速会继续回落,我国四季度实体经济将温和回落。实体经济的温和回落,交织着:本币升值加速、年底商业银行放贷受监管层调控和CPI的高位维持等因素,将给企业持续盈利增长能力带来考验。

### 三、三季报业绩符合市场预期,利润增速逐渐回落

截至10月31日,1496家上市公司公布了三季报,共实现利润5642.59亿元。按可比公司口径,今年前三季度,利润增长了67.61%,剔除新股和金融类上市公司的净利润增速是62.29%,仍然保持了高速增长的态势。而第三季度净利润增长了46.39%,低于二季度的72.1%,更低于一季度的97.6%,利润增速逐渐回落。

分析上市公司利润快速增长原因,我们认为除了规模不断扩大

以外,主要是主营业务利润率的提高,企业费用率的降低和投资收益的快速增长。前三季度,非金融类上市公司主营业务利润率为17.32%,同06年同期的17.18%略有提升,延续了06年一季度以来的逐步提高的趋势。前三季度,公司三项费用率为9.04%,较去年同期下降0.9个百分点。上市公司投资收益占净利润比重20%,远高于去年同期的9.96%。前三季度投资收益增量384.3亿元,占净利润增量的38%。

从历史规律看,A股市场中,周期性行业的利润贡献占比一直较高,因此全市场利润增长历来呈现比较高的季节性波动,一季度始终是净利润增速的高点,三季度多数行业盈利能力有所回落,四季度是大多数行业的利润率低点。

基于对这种季节性波动的认知,我们测算以往5年的行业单季度净资产收益率数据,得出接下来四季度盈利最佳行业分别为商业服务与用品、媒体、复合型公用事业、航天航空与国防,一季度盈利最佳行业分别为石油、天然气纺织品、多元化零售、食品、饮料等。

### 四、流动性略显疲态;行业层面,能源、保险、航天航空、饮料、电气设备等呈资金净流入状态

支持A股流动性主要有三个来

源:1、外汇顺差与外汇储备的增加;2、银行信贷创造;3、居民资产的重新配置。其中居民资产的重新配置在07年下半年对市场流动性增量中占据越来越重要的作用。

从8、9月数据,可以看出,外汇热钱的流入明显放慢,外汇储备的增加速度甚至低于贸易顺差+FDI,这显示外来流动性的增速有所放缓,有资金流出到国外市场。这有两种可能:1、外资认为国内市场风险很大,热钱流入减少;2、受港股直通车和QDII的影响,大量人民币涌出国门。我们认为,港股近期的走强,A、H股折价的缩小,是内地资金流动的结果。资本总是逐利的,相对于A股近期的滞涨,港股市场上涨所带来的财富示范效应,可能进一步加剧这种流动,而届时港股直通车的推出可能在机制上更方便这种资金的流出。

监管层采取了用扩大供给的思路来应对市场的过快上涨,9、10月市场扩容加速,月度筹资额分别超过1800亿、1200亿。市场投资者对申购新股的“无风险”收益非常热衷,这也给二级市场资金面带来压力。

因此,我们认为:市场的流动性虽然仍较充裕,但已经显现疲弱的迹象。

流动性局面决定了11月的市场很难出现普涨的局面。



而对场内资金板块流动的跟踪，在10月，资金持续的、强势的、流入的行业板块依次为：

能源、保险、航天航空、饮料、电气设备、媒体、建筑与工程等。

## 五、建议增配：机械设备、电子通信设备、食品饮料、商业零售、能源电力

基于前言、宏观面、基本面、资金面的分析，我们形成如下认识：

1、实体经济开始温和回落，市场流动也略显疲态，尤其是上市公司业绩可

能从前三季度的超常态增长的回复，使我们对未来市场走势的态度趋于谨慎；

2、考虑本币加速升值和适度通胀的背景以及行业的战略性地位，我们仍然维持金融(银行、证券、保险等)、地产和资源类行业的较高评级；

3、结合行业景气与资金流入的判断，我们建议超配以下行业：高景气维持的机械设备制

造业，行业景气从底部复苏的电子及通信设备制造业，保持稳定增长且有季节景气优势但近期涨幅落后的食品饮料、商业零售业，价格受管制景气顺延的能源电力行业。

4、我们建议投资者关注那些依靠企业自身成长实现业绩较快的持续增长的

公司和行业。根据我所行业研究员推荐，针对在结构性分化市场条件下，一些优质公司股票被“错杀”的情况，可选择10家公司。

| 代码     | 公司名称                                                                                                      | 推荐评级 | 目标价(元) | 07EPS | 08EPS | 07PE  | 08PE | 研究员    |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------|-------|-------|-------|------|--------|
| 600309 | 烟台万华                                                                                                      | 增持   | 48     | 0.89  | 1.13  | 44.18 | 34.8 | 魏涛、康凯  |
| 理由     | 公司的核心竞争力已不可撼动。未来几年业绩增长已无悬念。近期一直滞涨，长期投资的优良品种                                                               |      |        |       |       |       |      |        |
| 600037 | 联华有线                                                                                                      | 增持   | 35     | 0.27  | 0.44  | 73    | 61   | 谭晓雨    |
| 理由     | 多业务量销售模式已全面启动，用户ARPU值有望大幅提升，08年底存在业绩爆发增长可能。机构在07年底取得实质结果                                                  |      |        |       |       |       |      |        |
| 600761 | 安徽合力                                                                                                      | 增持   | 45     | 1     | 1.5   | —     | —    | 张锡灿    |
| 理由     | 叉车产品需求相当旺盛，公司出口已成气候。发展趋势明朗，可能的股权激励为公司进一步挖掘发展潜力打下基础。近期行业有不少新进入者，我们认为，新进入者要形成有效竞争至少需要2-3年时间，建议给予高于行业平均水平的估值 |      |        |       |       |       |      |        |
| 600685 | 广船国际                                                                                                      | 增持   | 100    | 1.85  | 3.3   | —     | —    | 张锡灿    |
| 理由     | 造船效率提升，分段产能扩张，新船型接单，毛利提升，外延式增长，建议增持                                                                       |      |        |       |       |       |      |        |
| 600415 | 小商品城                                                                                                      | 增持   | 150    | 2.95  | 3.9   | —     | —    | 徐晓芳/刘冰 |
| 理由     | 公司自有市场面积达180多万平方米，还有三家酒店，重估价值较大，公司现在的市值规模未能充分反映出小商品市场的真正价值，商业地产的重估价值为公司提供了安全的安全边际                         |      |        |       |       |       |      |        |
| 000677 | 山东海龙                                                                                                      | 增持   | 27     | 0.6   | 0.9   | 28    | 19   | 任静     |
| 理由     | 增发项目，原料扩产，核心竞争力加强                                                                                         |      |        |       |       |       |      |        |
| 600439 | 瑞贝卡                                                                                                       | 增持   | 54     | 0.81  | 1.25  | 47    | 28   | 任静     |
| 理由     | 世界第一规模，产品全球定价，消费升级背景下国内市场的开拓                                                                              |      |        |       |       |       |      |        |
| 000584 | 舒卡股份                                                                                                      | 增持   | —      | 0.67  | 0.81  | 25    | 21   | 任静     |
| 理由     | 增发项目扩大产能，提高产品档次                                                                                           |      |        |       |       |       |      |        |
| 600054 | 黄山旅游                                                                                                      | 增持   | 30     | 0.36  | 0.62  | —     | —    | 陈伟伟    |
| 理由     | 景区综合竞争力强，对门票、索道、酒店有较强的定价能力，目前进军旅游地产业务，未来发展空间被打开，                                                          |      |        |       |       |       |      |        |
| 000683 | 公用科技                                                                                                      | 增持   | —      | 0.12  | 0.2   | —     | —    | 梁静     |
| 理由     | 整体上市成功将持有广发证券15%股权，广发上市后每股净资产增厚明显                                                                         |      |        |       |       |       |      |        |

### 可选择的10家公司

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：国泰君安证券研究所



# 11月:震荡巩固

## 11月份行情估计

我们认为上证指数2007年11月份将以小幅攀升、巩固为主。我们估计11月份上档阻力6300点左右。支撑位5600点。主要波动区间在5600点至6300点。11月份可能多空分歧较大，行情将拉锯式运行，底部逐渐抬高。

就月度而言，证券市场的基本面并没有发生特别的变化。市场关注的阶段性问题主要有：

第一，物价涨幅继续走高及后续相关政策。10月的CPI同比涨幅较9月份上升0.3个百分点，不排除再次升息和调高存款准备金的可能。

第二，中国石油A股11月5日挂牌及之后的定位对市场有何影响。如果该股上市大肆炒作可能引发两种情势，一是再度带动央企大盘股及新股板块热情，资金从其他板块流入，导致弱者再度变弱，强者仍然顽强。二是中国石油A上市后不论如何运行，仅作为个股行情，不影响大盘的运行趋势和节奏。我们认为，随着市场规模的越来越大，单只个股对市场的影响力将降低。

第三，关于股指期货。有关负责人表示，推出股指期货“日趋成熟”，股指期货上市“不会太久”。市场可能为此作准备，但不仅仅是权重股表现那么简单，其影响将是复杂的。该衍生产品推出前后现货市场可能有波动，但现货市场决定着期货的运行态势。

第四，目前沪深股市A股加权平均市盈率(扣除亏损股)44.8倍，A股总股本加权平均市净率(扣除负资产股)达6.68倍，这样的估值水平不算低。此外，第三季度的业绩增速高达60%以上，对2007年全年的预期增长速度可达50%以上。基金发行有望重新启动，新的大盘股的发行可能较9、10月份额度缩减，这有利于营造相对宽松的市场环境。考虑到上市公司业绩高成长，资金供给较充裕，技术面保持着强势特征，未来趋势继续震荡向上。

我们总体判断2007年11月份股市将震荡攀升再创新高。上证指数主要波动区间5600点至6300点。

## 热点板块综述：建材行业07年3季度点评及4季度投资策略

### 1.水泥行业一整合竞争升级，高景气度持续

#### 1.1多重因素推动，景气持续走高

我们认为，推动水泥价格上涨行业景气的动因来自多个方面：

① 固定资产投资增速不减：由于我国固定资产投资中基建、房地产等与水泥相关的项目占比很高，近几年我国固定资产投资增速与水泥产量增速基本保持在2:1的水平。也就是说，如果目前固定资产投资中的结构没有发生根本变化，且保持20%以上的增速，水泥实际需求也将同步保持10%的增速。

② 单位水泥消耗量降中有升：随着钢结构、新型沥青等新建材的出现，公路、房屋建造中水泥使用量不断下降，我国每亿元固定资产投资中水泥用量从02年的1.72万吨下降到06年的1.12万吨，降幅为35%。其中华东、华南等经济发达地区基本稳定在1.2万吨的水平，东中西部地区需



求量偏低。但07年开始,我国经济整体偏热,固定资产投资加速增长的同时,全国城市化进程快速推进,中西部东北等地区开发政策逐步落实,铁路公路水利电力等大型基建正式开工,水泥需求点增多,到07年9月,单位亿元水泥消耗量又上升到1.26万吨的水平,同比增长12%。

③ 水泥类固定资产投资有落有增:我国水泥类固定资产投资从01年开始大幅增长,到04年为止年均增速都高达40%,03年极端最高增速达100%,05年随行业周期进入低谷后开始下降,06年同比投资增长下降24%。考虑新开工项目一般施工周期一年左右,06年新增量下降的实际效果在市场显现,这一现象一直保持到07年。但随着06、07两年行业景气度持续上升,投资冲动在07年又大幅增长。

④ 落后产能淘汰压力大进程慢:在我们前期的报告中对于落后产能淘汰有过详尽的表述,全国有总量超过5亿吨的水泥落后产能需要淘汰,按政府的计划是每年5000万吨的平均淘汰量,这块存量淘汰恰恰是大企业今后扩张的空间,因此落后淘汰的执行力度和进程会直接影响今后行业的供求格局。根据我们各地实地调研后,07年实际淘汰完成量在2000万吨,仅仅完成计划的40%,其中经济发达地区有政

府补贴支持,进度比较顺利,新疆等经济欠发达或偏远地区基本没有推进。我们认为,节能减排是本届政府主要任务之一,落后产能淘汰时必然执行的国策,由于关停牵涉职工安置等社会问题,07年因十七大召开等因素,进程有所延缓,08年推进力度会大大加强,但部分贫困敏感地区的落后产能淘汰进度依然缓慢。

## 1.2 企业业绩大增,估值偏高隐忧

在当前的市场环境下,我们认为水泥板块投资的关键在于:

① 高估值下的高成长能否持续?客观来看,水泥行业在新增产能减少、存量淘汰的政策下有效供给增速放缓,固定资产投资增速保持20%左右就能够支持水泥市场年均10%的增长。价格在煤电成本推动和需求旺盛推动下将继续小幅稳定上涨。行业内大中小企业对于水泥的经营销售认知水平不断提高,限价保价形式的价格联盟取代了以往求量不求利的恶性竞争。具体而言,华东华南等经济发达地区基本建设明显放缓,加上中建材的收购整合式竞争,虽然市场价格不会再跌,但也很难上涨。华北经济建设增速飞快,但08年后奥运建设完毕后的水泥回流,和奥运期间周围建设停工,08年实际水泥需求可能低于正常预期。

因此,水泥行业在高景气高估值下存在一定的隐忧。相对而言,西北、西南、东北等地的成长性含金量更高。

② 大盘波动加大时相对安全边际在哪里?在牛市的带动下,水泥板块的估值也水涨船高,短期的市场价格已经包涵或超越了对未来成长性的厚望,一旦现在的市场波动,平均定价中枢下移,整体估值下降在所难免。但在政府总量控制、扶大限小、存优去劣等政策推动下,水泥企业的有效石灰石资源和区域价格控制力优势将逐渐显现。现在拥有优质水泥资产和发展前景的上市公司的内在价值依然值得关注。我们认为,目前外资收购地方优质水泥企业的PB估值在5-6倍,对应地区龙头企业,如果新型干法比例达到90%左右,且具有矿山资源和市场份额,PB在5-6倍的水平就是一个比较合理的资产价格标准。

## 2. 玻璃行业一价格快速恢复,企业盈利改善

### 2.1 增量供应减少,价格提升景气

造成价格上涨的首要原因是:

① 供需关系变化带来的阶段性旺销局面:04-06年,国内新增浮法玻璃产能分别为6800万、8000万和5400万重量箱,产能增长过快引发供给过剩,06年