

307

● 国泰君安系列报告 主 编 / 姚 刚

832.51
Y356

变革与机遇 2002 年中国证券 市场投资策略



A0962403

总策划 / 李迅雷
国泰君安证券研究所

社会科学文献出版社

图书在版编目(CIP)数据

变革与机遇 2002 年中国证券市场投资策略/李迅雷总策划.
北京:社会科学文献出版社,2002.3
(国泰君安系列报告)
ISBN 7-80149-667-1

I. 变… II. 李… III. 股票-证券投资-研究-中国-
2002 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 097097 号

国泰君安系列报告

变革与机遇 2002 年中国证券市场投资策略



主 编:姚 刚
总 策 划:李迅雷
出版策划:周 丽
责任编辑:周 丽 范广伟
责任校对:邵明君
责任印制:盖永东

出版发行:社会科学文献出版社

(北京建国门内大街 5 号 电话 65139961 邮编 100732)

网址: <http://www.ssdph.com.cn>

经 销:新华书店总店北京发行所
排 版:北京中文天地文化艺术有限公司
印 刷:北京美通印刷有限公司

开 本:787×1092 毫米 1/16 开

印 张:17.25

字 数:273 千字

版 次:2002 年 3 月第 1 版 2002 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 7-80149-667-1/F·212

定价:29.80 元

版权所有 翻印必究



总 序

刚刚过去的 2001 年股市可谓跌宕起伏。2 月 19 日突然宣布 B 股对境内个人投资者开放后，在狂热的 B 股投资浪潮推动下，上证综合指数攀上了历史高位 2242 点，随后掉头向下，上演了在 89 个交易日內下跌 722 点，跌幅达 32% 的暴跌剧。投资者在新旧投资理念的冲突中经历了自 1996 年以来最艰难、最困惑的一年。波澜壮阔的股价波动是深层次原因的表象，我们多年以来所熟悉和习惯的市场环境和投资理念受到了前所未有的挑战。

造假上市公司的曝光、退市制度的完善、独立董事制度的推出、发行制度的改变、基金黑幕的报道、国有股减持问题的反复、开放式基金的发行、对上市公司募集资金用途的限制性条款的出台、对证券公司受托理财业务的规范、中国加入 WTO 后证券行业有条件允许外资进入，等等，让人感到目不暇接、眼花缭乱。我们从未有过在这么短的时间里经历如此之多变故的市场经验，人们切身体会到中国的证券市场迎来了大革命的时代。社会大革命时代必然是两种意识形态的激烈较量的时代，资本市场大革命的时代也必然是两种投资理念猛烈碰撞的时代。

面对变化和发展如此之快的证券市场，作为证券市场的参与者，真有如履薄冰之感，我们正在深入研究一个由不成熟市场向成熟市场、一个由充斥投机氛围的市场向规范理性市场转变过程中所蕴含的机会。从长期来看，中国的证券市场的发展空间非常巨大——股票总市值与 GDP 相比还仅为 50%，居民拥有的资产结构中，证券资产的比重还很小，在今后中国经济发展速度仍将领先于东西方国家的情况下，中国股市也必将吸引越来越多的投资者和资金，从而推动证券市场蓬勃发展。因此，我们对未来的证券市场 and 我们的行业充满信心，相信由于制度变革、市场发展所带来的机遇

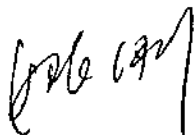
还会层出不穷。

展望 2002 年，国泰君安证券研究所认为证券市场的总体运营环境应该会比 2001 年有所改善，证券投资基金规模还会继续扩大，保险资金和社保基金入市步伐也将加快，这将给市场发展提供必要的资金保障；随着管理层对上市公司规范运作、信息披露方面加强引导和监管，整个市场的非系统性风险将会降低；而近期管理层就国有股减持方案向全社会征求意见，也表明 2002 年管理层在政策法规的制定方面会增加透明度和可操作性。但是，由于中国证券市场已经由一个单纯追求发展的时代进入了一个发展和规范并重的时代，为了进一步推进证券市场的市场化和国际化进程，大量非流通股的流通问题、特定历史条件下形成的上市公司质量低下问题等等历史遗留问题必须解决，证券市场内在运行质量的提高将成为 2002 年市场的焦点。因此，国泰君安证券研究所认为 2002 年的证券市场仍将以变革为主基调，但市场运行总体上将会比 2001 年平稳。在这种情况下，确定相应的投资策略已经成为广大机构投资者跑赢市场的关键之举。在这方面，我们的研究所将把他们在投资策略方面的最新研究成果奉献给大家。此外，对于 2001 年的上市公司盈利预测、2002 年的上市公司和各行业发展前景，研究员们也作了全面介绍。

“让最好的企业成为我们的客户，让我们的客户成为最好的企业”是国泰君安证券公司孜孜以求的目标愿景，随着我们公司客户营销体系的不断完善，我们为机构客户和零售客户服务的水平和质量都会不断提高，在这里我也恳请大家对我们的研究报告多提宝贵意见。并借此机会，祝愿大家在新的一年里心想事成、马到成功！

国泰君安证券股份有限公司

总裁



2002 年 1 月



前言

2002年的证券市场：我们是否应该注重策略研究

证券市场中有一句大家经常引用的谚语：不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。这实际上反映了一种投资理念，其实，把所有的鸡蛋都放在一个篮子里，又何尝不是另一种投资理念呢？但究竟把鸡蛋放在什么样的篮子里，或者把多少只鸡蛋放在多少种类的篮子里呢？要回答这一问题，大概就需要策略研究，或者说，策略研究的对象就是类似这些问题。西方的跨国金融企业，尤其是投资银行，鉴于其金融服务和投资全球性特征，都非常注重策略研究，他们一般设有首席经济学家和首席策略研究员领导下的团队，对区域和国别的风险进行评估，对各个地区、各个证券市场的投资比例、投资品种和投资时机提出建议。由于有些国际重量级的投资银行的投资行为对市场具有举足轻重的影响，所以，他们的投资策略同样会对全球各个证券市场带来不同程度的冲击。

中国证券市场的投资者由于自身资金实力和外部金融管制的原因，还不大可能进行跨国、跨地区的全球化投资，故我们的策略研究的现实范围相比之下要狭窄一些，如国内的A股市场、B股市场、债券市场和场外证券市场等。但随着中国加入WTO，中国实现人民币自由兑换、允许境内投资者投资境外资本市场也是迟早的事情，因此，我们的策略研究也应该超前。长期以来，绝大多数投资者只关注于A股市场，将中国的证券市场与深沪A股市场几乎等同起来，成也A股、败也A股，这种把所有的“鸡蛋”都放在A股市场上的投资策略显然是应该反思的，尤其是当这一市场没有太多机会的时候。

回顾过去的2001年，几乎所有的投资者都会说2001年的市场不好。的确，2001年的A股市场是1996年开始的一轮牛市中跌幅最大的一年，也是中国的大批机构投资者入市以来遭受挫折最重的

一年。然而，我们仔细分析起来，2001年的投资热点和盈利机会却不少，不过，大多都是在A股市场之外的证券市场，如2月19日B股市场对境内居民开放，基于A、B股的巨大价格差和对A、B股合并的良好预期，引发B股井喷式行情。

由于B股政策的变化，引起投资者对H股对内开放的预期，3月到6月之间，香港市场掀起了一波国企股、红筹股行情，成了香港股市低迷市道中的亮点。转配股问题的解决、减持国有股、B股市场的开放以及外资法人股的流通，又使得2001年上半年法人股市场延续了2000年的火爆行情，并且渐渐演变成了一个高度投机的市场。但如果说B股只是对境内居民开放、法人股市场很不规范和缺乏流动性、H股和红筹股缺乏正常的投资通道，那么，2001年国债市场则是所有投资者都可以参与的一个精彩纷呈、热点不断的市场。2001年在交易所上市国债的数量达到创记录的4个，发行总额几乎是此前挂牌交易量的总和，在品种上更是推出了20年期的全新券种；企业债券市场也随着中国移动50亿元浮息券的发行上市，以及宝钢和石油债券的挂牌交易，市场规模几乎扩大一倍；而且，国债市场个别品种的投机性也不亚于股市，给投资者带来了可观的盈利。

2001年的证券市场热点产生于A股市场之外，可能与投资者对资本市场开放的预期密切相关，反映了投资者开始逐渐学习、接受乃至尝试国际成熟市场的投资理念，同时也反映了投资者对A股与国际股市接轨方式不确定性的担忧。那么，我们多年来习以为常的投资理念和操作思路是否也应该作适时的调整呢？我想这是不容置疑的。首先，我们的市场环境发生了很大的变化。加入WTO，意味着资本市场和国际接轨的进程加快，投资者在选择市场和投资品种时，必然会考虑市场的未来发展潜力和进行不同市场间的投资价值比较，所以，投资会更趋于理性。记得中石化发行时，按发行价4.22元向战略投资者配售，而同时，作为H股的中石化股价只有1元多，明明有很便宜的价格不想方设法去谋求，偏偏去认购股价高出H股近3倍的战略投资，这就是所谓的“战略投资者”缺乏战略眼光或者是醉翁之意不在酒的表现。今后，这类“战略投机”的现象应该会比较少见了。

其次，A股市场的流动性（交易量）随着机构投资者的增加而在不断减弱，长期以来集中投资的坐庄盈利模式遇到了前所未有的挑战。这次股市的大幅下跌，使得单个股票持仓量巨大的投资者无

法套现，因此，分散投资是否可能成为 2002 年一种认同率较高的理念呢？而且，随着资产管理业务的规范法规的出台，基于市场趋势和热点预期的投资组合产品也会不断面市。

最后，资本市场的格局会有所变化。长期以来 A 股市场一直是绝大多数投资者惟一参与的资本市场，而且，1996 年步入牛市至今，“轻指数、重个股”这种市场操作的思维定势一直被广泛接受，而事实上，中国股市的系统性风险一直要高于成熟市场，如本次 A 股市场下跌过程中，只有千分之五的股票能够幸免不跌。2001 年以来，越来越多的投资者认识到，与其他股票市场相比，A 股高企的股价是缺乏竞争力的，而 2002 年经济增长 7% 的预期目标，也不能给投资者很大的想象空间。相比之下，债券市场和期货市场也许有更多的发展机会，如企业债、可转债等的大量涌现，尤其是股指期货呼之欲出，不仅会改变资本市场的格局，而且会造就新的投资机会。

总之，证券市场单纯追求发展的时代已经过去，规范和变革将是 2002 年证券市场的一个明显特征，新的理念伴随着新的规则，也使得我们不得不思索：下一步采取怎样的投资策略和盈利模式？

在我们这本凝聚了众多研究员心血的策略报告中，我们就 2002 年证券市场可能遇到的外部环境和市场变革所产生的各种机遇和风险作了预测和分析，并系统地提出了相应的策略。例如，我们在对市场的判断方面，我们认为 A 股市场可能会是一个平衡市，并根据 2002 年市场的特征、理念变化和可能出现的热点，提出了优化流动性管理，通过买卖时机优选来降低组合投资的系统性风险，机构投资者适宜进行大样本组合投资等策略。我们策略报告的一个重要特色是对证券市场的各个组成部分都有详实的论述，如除了较大篇幅论述 A 股市场之外，对 B 股市场、债券市场、香港 H 股、红筹股市场 2002 年的变化趋向也有全面的论述。

对金融衍生品的研究，尤其是对某些品种的推出可能给市场带来的机遇和冲击的预测，是本书的另一大特色，如股指期货如果在 2002 年试点，那它的出现不仅会改变长期以来股市只有通过做多才能盈利而且盈利水平取决于上涨空间的交易模式，而且会改变 A 股市场历来通过资金推动股指的特征。我们认为，哪些股票会被选入到作为期货合约标的的指数样本中去，将可能成为下一阶段的一个市场热点，我们的金融工程部对股票指数的研究在国内是属于非常前沿的，相信能够给投资者提供服务。

本书中我们还对2001年上市公司的业绩作了总体和分行业预测,并对2002年的上市公司和各个行业的成长性进行展望。我们的研究所自1996年起就对几乎每家上市公司的业绩进行中报和年报预测,并定期在网上公布,应该说对市场有一定的影响力。行业公司部作为中国证券业内最大的一个专业部门,研究人员数量一直占整个研究所的半壁江山,上市公司所涉及的104个细分行业都有专人研究。例如,我们预测2001年有53个细分行业的平均净利润上升,如贸易、仪表、模具磨料、船舶重工和家电行业;另外51个细分行业的平均净利润下降,其中降幅较大的分别是酒、广播电视设备配件、建筑业、氯碱等行业。此外,行业公司部的另一个重头产品也通过本书奉献给读者,那就是“国泰君安A股上市公司投资价值评估”,这是最近国泰君安证券研究所对A股上市公司进行的第二次评估,评估是根据本所提出的“基于成长性的投资价值评价体系”做出的。该评价体系由PEG、行业的成长性与企业的竞争地位、管理能力、财务状况四项指标以不同权重构成。根据这次评价,华侨城、中集集团、青岛海尔、深万科、华晨集团、同仁堂、上港集箱、盐田港、新兴铸管、东风汽车列按总分排名的前10名。

策略研究在中国的证券市场研究中还属于一个新兴的研究领域,尽管有很多证券投资的咨询文章会提出投资策略建议,但大多数的研究都不知道如何运用策略研究的系统方法和工具,大多都是一种根据既成事实进行简单的演绎和推测、看图说话。于是,有人就提出要“走在曲线前面”,但这又衍生出两个问题:一是怎样才能走在曲线前面,即所谓的市场判断问题,由于影响市场走势是多因素的,复杂的和非线性的,所以迄今为止我们还没有看到国内比较有前瞻性和说服力的这类报告,而我们则设想建立可以模拟市场运行的试验室(类似于建筑、航空等测试中运用的风洞实验),依赖自身强大的数据库支持,来完成我们的市场预测报告。二是假定我们的判断确实走在了市场前面,是否就意味着我们一定能跑赢市场?回答是否定的,大量的经验表明,市场判断和投资操作是不能等同的,后者主要受操作策略左右,如我们经常会发现有些投资者市场判断能力很强,但投资业绩却长期不佳。而对机构投资者而言,由于其巨额资金的进出本身就会造成市场的冲击成本,因此要战胜市场,投资策略研究则显得尤为重要,这就是我们加大在策略研究上的投入的首要原因。

中国证券市场以机构投资者为主体的时代已经越来越近了，机构投资者的投资风格和投资策略正在潜移默化地影响着市场。我们国泰君安证券研究所的策略研究以市场研究部为主体，在金融工程部和宏观研究部等多部门配合下，主要为机构投资者提供服务，相信本书对证券市场的各类投资者都有一定的参考价值，更希望通过此书来沟通我们之间的联系，并请多提宝贵意见。

国泰君安证券研究所

所长 李迅雷

2002年1月

目 录



总 序	姚 刚 / 1
前 言	李迅雷 / 1

第一篇 2002 年中国证券市场投资策略

(策划: 李迅雷 徐凌峰)

中国证券市场 2001 年回顾与 2002 年展望	王战强 徐凌峰 于 洋等 / 3
2002 年中国证券市场投资策略	章 飏 张 宇等 / 22
2002 年宏观经济形势展望	周克瑜 许立军 / 44
2002 年中国证券市场热点分析	闻岳春 朱生球 向威达等 / 64

第二篇 行业投资策略

(策划: 吴寿康 王战强)

2002 年行业投资策略	行业公司部 (整理: 王战强) / 117
产业生命周期、行业成长性与行业投资机会	行业公司部 (整理: 谭晓雨 周强松) / 140

2 总体小幅增长, 行业表现各异



变革
与
机遇

2002年
中国
证券
市场
投资
策略

——2001 年上市公司业绩预测及 2002 年展望

.....	行业公司部 (整理: 郑学璋) / 160
A 股上市公司投资价值评估	行业公司部 / 168

第三篇 衍生工具与周边市场

(策划: 谢建军)

通向王者必经之路: 备战股指期货	谢建军 王 南 / 197
债券市场: 不再是配角	王晓东 / 211
2002 年 B 股市场政策分析和投资策略	卢晓明 / 229
红筹股和国企股市场: 2001 年回顾与 2002 年的投资机会分析	杨 昕 刘令仪 / 241

2002

第 一 篇

2002 年中国证券市场
投资策略

策划：李迅雷 徐凌峰

中国证券市场 2001 年回顾与 2002 年展望

2001 年的中国证券市场经历了政策、制度和规则的各种变革,暴露出许多新问题,发生了许多观念上的冲突。在这一年中出现的大幅调整,让每一位投资者都得到了深刻的教训和启迪。回顾过去不仅是为了不要忘记历史,更重要的是为未来的投资寻找新的思路。而 2002 年的中国证券市场更加充满了不确定性,政策的调控节奏、力度以及相关制度的创新都将对 2002 年的证券市场产生重大影响。

一、2001 年中国证券市场回顾: 在新旧理念 冲突中跌宕起伏

要 点:

- 2001 年市场热点 (B 股、法人股以及香港的中国概念股行情) 主要产生在 A 股市场之外, 且与投资者对资本市场开放的预期密切相关。反映了投资者开始逐渐学习、接受乃至尝试国际成熟市场的投资理念, 同时也反映了投资者对 A 股与国际股市接轨方式不确定性的担忧。

- 市场化进程加速, 但也暴露出一些创新举措过于超前、脱离市场发展现实的弱点。

- 监管力度空前加大, 挤压股市泡沫、防范金融风险成为管理层的共识。调控股市的方式由直接干预向间接干预的方式转化。

- 集中投资策略受到挑战, 庄股神话破灭; 组合投资的特征还不明显, 但应成为未来的投资方式的取向。

- 2001 年股市的下跌, 是多年来积累的各种问题的总爆



发，是新旧理念大碰撞的结果。

● 2001 年年末管理层对国有股减持、股市泡沫及股市对社会经济的影响等方面有了重新认识，这意味着政策面回暖向好。

(一) 2001 年市场热点主要发生在 A 股市场之外

2 月 19 日 B 股市场对境内居民开放，基于 A、B 股的巨大价格差和对 A、B 股合并的良好预期，引发 B 股井喷式行情，B 股、A 股的价格比由开放前的 20~30% 最高上升到接近 80%。但由于政策缺乏连续性，6 月 1 日以后，B 股市场陷于持续性调整之中。B 股和 A 股市场的次新股行情是上半年 A、B 股市场行情小幅上涨的主要动力。

表 1-1 2001 年上半年沪深股指上涨贡献部分构成

	2001 年上半年 涨幅(%)	各部分的贡献率(%)		
		老 A 股、基金	上半年上市的新股	B 股
上证综指	3.55	50.07	21.6	28.33
深证综指	6.97	5.57	0	94.43

资料来源：国泰君安证券研究所。

由于 B 股政策的变化，引起投资者对 A、H 股合并的预期，3~6 月之间，香港市场掀起了一波国企股、红筹股行情，成了香港股市低迷市道中的亮点。此时，管理层三令五申严禁境内居民买卖港股，而且 6 月份以后 B 股市场的调整也波及到国企股、红筹股。6 月中旬，国企股、红筹股开始见顶回落。

转配股问题的解决、减持国有股、B 股市场的开放以及外资法人股的流通，使得投资者对法人股流通的预期越来越强烈，2001 年上半年法人股市场延续了 2000 年的火爆行情，并且渐渐演变成了一个高度投机的市场。法人股的拍卖价格此时主要取决于二级市场流通股的价格，6 月份法人股行情达到了顶点。7 月 25 日，证监会新闻发言人指出，非流通股转让应该依法进行，公开征集受让人事先须报批。10 月 9 日，证监会发布了《关于规范上市公司非流通股协议转让活动的通知》。政策上的监管以及国有股减持方案的不确定，导致法人股投机活动的结束。

以上几个市场热点与 A 股市场行情均在 6 月份见顶。上半年

几个市场热点的产生与投资者对资本市场开放的预期密切相关。反映了投资者开始逐渐学习、接受乃至尝试国际成熟市场的投资理念，同时也反映了投资者对 A 股与国际股市接轨方式不确定性的担忧。

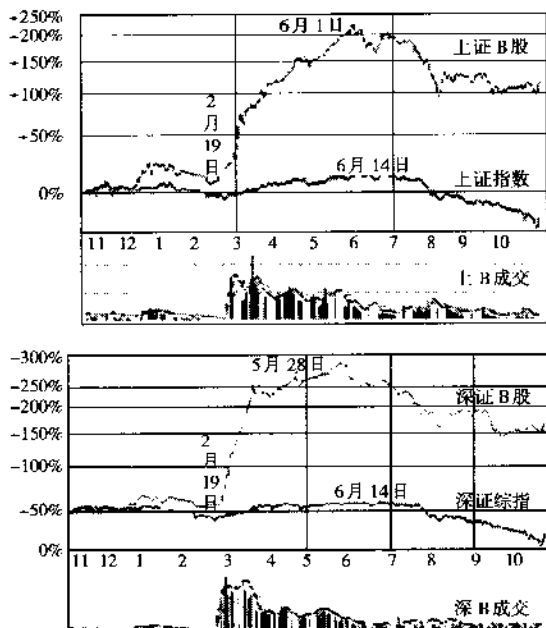


图 1-1 上半年沪深两市 B 股市场指数涨幅情况

资料来源: Yahoo、Stockstar.

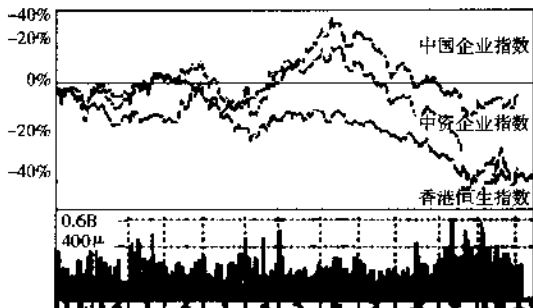


图 1-2 香港 H 股指数表现明显强于恒生指数

资料来源: Bloomberg、Yahoo.

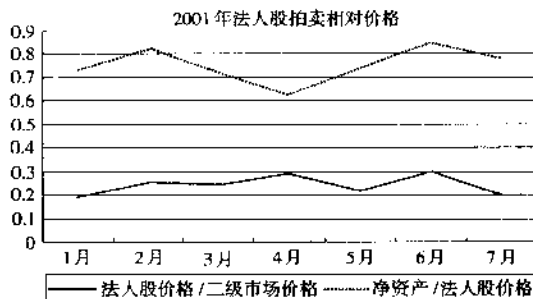


图 1-3 法人股市场成了又一个投机的市场

资料来源：国泰君安证券研究所（选取了北京、上海、深圳、成都、广州等地拍卖行的 36 个标的样本数据）。

（二）2001 年市场化进程加速，但也暴露出一些创新举措过于超前、脱离市场发展现实的弱点

一级市场发行方式的改革成了管理层推进市场化进程的突破口，战略投资者配售机制、“绿鞋”机制、新股定价机制、再融资政策的放宽、可转债的兴起等诸多一级市场方面的创新举措接连不断。但是，由于上市公司的制度建设并没有跟上，上市公司的行为缺乏有效的机制来监督，直接的后果就是增发泛滥、发行价格奇高、募集资金使用效率低下等。一级市场的规范势在必行，一级市场创新的“超常规”节奏可能需要调整一下。

“超常规发展机构投资者”的成果就是私募基金迅速壮大，成了 2000 年初开始的资金推动型行情的主力。但是 6 月份人行的一位官员关于私募基金的调查报告，显示以私募基金为主的机构投资者已经完全占据了主导地位，该报告的结论直接挑战“超常规”发展的理念。目前市场对机构投资者资金占市场资金比重的看法存在较大的分歧。

9 月份两只开放式基金的发行情况不理想，机构投资者仍然是开放式基金的主要投资者，没有达到大规模吸收储蓄资金的效果。保险基金及其社保基金入市规模在 2001 年并没有取得突破性进展，三类企业入市的资金来源需要规范，这些问题，使得管理层需要重新反思培育机构投资者的思路和节奏以及有关配套制度方面的完善。

关于国有股减持的争论以及由此导致的动荡，成为 2001 年市