

中国股市

上海证券有限责任公司研究发展中心编

深度 报告

李军主编

上海辞书出版社



上海证券有限责任公司研究发展中心编著

中国股市

zhongguo gushi

李军主编

深度报告

shendu baogao

上海辞书出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股市深度报告 / 李军编. —上海: 上海
辞书出版社, 2002. 6

ISBN 7-5326-0985-5

I. 中... II. 李... III. 股票—资本市场—
研究报告—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 042383 号

中国股市深度报告

上海辞书出版社出版

(上海陕西北路457号 邮政编码 200040)

上海辞书出版社发行所发行 商务印书馆上海印刷厂印刷

开本 850 × 1168 1/32 印张 9 插页 1 字数 225800

2002 年 7 月第 1 版 2002 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—5100

ISBN 7-5326-0985-5/F · 61

定价: 20.00 元

前 言

自 1997 年以来,上海辞书出版社每年都为投资者提供一本以上市公司年报数据为基础,包含大势分析、行业板块热点及个股推荐等内容的投资手册。5 年来,这本手册作为证券投资参考,在广大投资者中间产生了积极而深远的影响。

随着时间的推移,5 年来,中国股市发生了翻天覆地的变化。特别是自 1999 年 5 月以来,中国股市经历了 2 年多的快速发展后,在 2001 年 6 月间,上证指数达到 2245 点的历史高位,中国股市的总市值达到 5 万 4 千亿元,流通市值近 1 万 9 千亿元,上市公司超过 1100 家。然而在随后半年的时间里,中国股市出现前所未有的大跌,上证指数一度跌至 1339 点,跌幅超过 40%,市值损失超过 1 万亿元。这期间中国股市暴露出的问题,促使政府、监管当局、投资者、中介机构、研究人员和学者等各方人士对中国股市的发展进行新的思考。在重新确立对中国股市的定位及其发展的认识之后,政府和监管当局调整了股市发展政策,市场参与各方也开始调整自身的投资行为,中国股市也在 2002 年春节前后展开了一轮反弹行情。

通过分析,我们认为,2001 年下半年以来中国股市的发展及相关重大问题与事件的发生意味着中国股市的发展从中长期的角度看,出现了重大转折。因此,本书遵循股市投资的主流方法之一——“自上而下”(“from Top to Bottom”)的投资策略与分析思路,从宏观面、政策面分析入手,把握中国股市发展的脉络及其过渡与转折,提出新的投资理念和投资策略,再通过板块、行业和公司的融合研究,提出我们的投资建议,并辅以针对股市今明两年内可能

16A781 | 12

涉及的重大问题,如:统一指数、QDII 和 CDR 等问题的专题研究,为投资者提供一个处于股市中长期发展过程中的、贯穿统一线索的、全方位的 2002 年股市投资参考图。本书与前面几本投资手册的最大的不同之处也就在于此。同时,与前面几本投资手册相比,本书为适应当前股市的发展和变化,在结构安排上作了相应的调整,相信投资者读过本书后会体会到我们的良苦用心。

此外,本书完全由上海证券有限责任公司研究发展中心的诸多研究人员通力合作,共同完成。这也是本书与前面几本投资手册的一个不同之处。

李 军

上海证券有限责任公司研究发展中心

总经理 博士

2002 年 5 月 8 日

主 编



李军，1997年毕业于复旦大学，获经济学博士学位。现任上海证券有限责任公司研究发展中心总经理。已出版专（合）著3部，在《金融研究》、三大证券报等国内经济金融类核心杂志和报刊发表文章20余篇。

主要著述：《中国货币政策的金融传导》（专著）、《银行再造：浦发银行重组上市的探索与前瞻》（合著）、《中国股市向长期动态均衡转移》（论文）、《上市公司高管监督与激励机制》（论文）、《“多盈”的根本是实现市场的最优化改进》（论文）、《论我国中央银行对外汇市场的干预》（论文）、《产权组织制度的创新：中国银行改革道路的探索与反思》（论文）。

副 主 编



郑伟刚，MBA，注册证券分析师。1993年起进入证券公司从事证券研究和实务工作，现任上海证券有限责任公司研究发展中心副总经理，主要从事证券市场结构和特性的研究工作。主要成果有《中国证券投资基金业现状和发展战略》、《开放式国债投资基金运作方案》、《平稳解决B股市场退出途径的策略》、《影响我国股票市场中期趋势的因素分析》等。



周晓文，1997年毕业于同济大学，获工程硕士学位，2001年获普渡大学MBA学位。现任上海证券有限责任公司研究发展中心总经理助理。曾就汽车行业市场预测分析和技术研究发表多篇文章。并具有海外财务咨询经验。

主 编: 李 军

副 主 编: 郑伟刚 周晓文

主要撰稿人(按姓名首字笔画为序):

于 辉 王岸欣 刘 金 祁 强

李江涛 李 军 杨 明 吴 佳

张海东 张 瑾 金 刚 周海鸥

郑伟刚

数 据 编 制: 邓永康

责 任 编 辑: 施嘉喆

封 面 设 计: 江小铎

目 录

第 一 篇 大势研判与投资策略

中国股市发展的转折与政策选择.....	李 军(2)
新时期、新理念、新策略.....	郑伟刚(14)
中国股市中期走向投资策略综合分析	杨明 王岸欣 吴佳 刘鑫(22)
2002 年 B 股市场仍将是政策市	李江涛(38)

第 二 篇 证券投资基金导航

证券投资基金的投资价值分析.....	张 瑾(59)
解读 2002 年首季基金投资组合 ——封闭式基金持股状况及投资策略分析.....	张 瑾(75)

第 三 篇 中国最具投资价值上市公司分析

宝钢股份:已趋成熟的蓝筹股	王岸欣(91)
紫江企业:企业规模迅速扩大	李江涛(95)
北亚集团:有被收购可能的铁路运输公司	吴 佳(100)

新亚股份:不可忽视的资产增值潜力	杨 明(104)
友谊股份:打造连锁新业态	杨 明(108)
中集集团:名副其实的绩优蓝筹股	杨 明(112)
盐田港:众多基金看好的绩优港口股	祁 强(116)
粤电力:电力绩优蓝筹股	张海东(121)
新兴铸管:高速成长中的绩优股	王岸欣(126)
金牛能源:煤炭行业内的金牛型企业	周海鸥(130)

第 四 篇

中国最具成长潜力上市公司分析

歌华有线:有线电视概念第一股	吴 佳(135)
营口港:占尽“天时、地利、人和”的港口股	杨 明(141)
天房发展:进入加速发展黄金期	杨 明(145)
江汽股份:沐浴在“瑞风”下的汽车商	于 辉(149)
宝钛股份:值得关注的成长股	张海东(155)
三佳模具:高速发展可期	郑伟刚(160)
中铁二局:铁路建设第一股	张海东(166)
用友软件:中国软件行业的佼佼者	吴 佳(171)
中远发展:房地产板块的“甲 A”	刘 金(176)
中兴通讯:民族通信设备制造业的王牌	吴 佳(180)

第 五 篇

专题研究报告

统一指数推出对股票市场影响分析	王岸欣(188)
新股发行方式变革对股市影响分析	金 刚(195)
QDII 与 CDR 的制度及可行性分析	王岸欣(203)

第 六 篇

数 据 统 计

沪深两市连续三年净利润增长 20% 以上上市公司一览	
表	(210)
沪深两市每股收益前 50 名	(211)
沪深两市每股经营现金流量前 50 名	(214)
2002 年第 1 季度基金持仓情况统计	(217)
2000 年、2001 年沪深两市上市公司股东人数一览表	(223)
2002 年沪深两市继续享受所得税优惠政策上市公司一	
览表	(248)
上海市场 2001 年、2002 年 1—4 月发行、上市新股情况	
统计	(267)
沪深两市小盘股一览表	(271)
沪深两市 ST 上市公司一览表	(276)
香港市场 H 股、红筹股一览表	(280)

第一章 大势研判与投资策略

第一篇

大势研判与投资策略

大势研判与投资策略是证券投资分析的重要组成部分，也是投资者进行投资决策的重要依据。本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

大势研判是指对宏观经济、政治、社会、科技等因素对证券市场的影响进行分析和判断。投资策略是指根据大势研判的结果，制定相应的投资方案，包括资产配置、选股、择时等。

本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

大势研判与投资策略是证券投资分析的重要组成部分，也是投资者进行投资决策的重要依据。

本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

大势研判是指对宏观经济、政治、社会、科技等因素对证券市场的影响进行分析和判断。

投资策略是指根据大势研判的结果，制定相应的投资方案，包括资产配置、选股、择时等。

本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

大势研判与投资策略是证券投资分析的重要组成部分，也是投资者进行投资决策的重要依据。

本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

大势研判是指对宏观经济、政治、社会、科技等因素对证券市场的影响进行分析和判断。

投资策略是指根据大势研判的结果，制定相应的投资方案，包括资产配置、选股、择时等。

本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

大势研判与投资策略是证券投资分析的重要组成部分，也是投资者进行投资决策的重要依据。

本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

大势研判是指对宏观经济、政治、社会、科技等因素对证券市场的影响进行分析和判断。

投资策略是指根据大势研判的结果，制定相应的投资方案，包括资产配置、选股、择时等。

本章主要介绍大势研判与投资策略的基本概念、方法和步骤。

中国股市发展的转折与政策选择

李 军

2001 年留给中国股票市场的是,惨痛的大跌行情、愈发浓重的市场低迷气氛和市场发展过程中暴露出来的种种问题,特别是证券市场制度和上市公司本身的问题。而国有股减持又始终困扰市场的发展方向,原有的市场发展规律及其逻辑对市场当前的状况及其未来走向的解释和预测均不奏效,其典型的表现就是下跌以来股票行情走势的紊乱。

因此,在此低迷气氛弥漫的时刻(截至笔者写作之时,2002 年的中国股票市场终于在 3 月初走出了一轮强势整理行情),我们不应仅仅看到行情大跌及其带来的巨大损失,而必须重新认识我国股票市场发展的内在逻辑。笔者认为,2001 年股票行情大跌及其背后隐含的实质问题是,中国股票市场自建立以来持续性的短期局部均衡发展逻辑被打破,预示着中国股票市场开始向动态一般均衡演进。这就是国有股减持对中国证券市场发展最根本的经济学意义。

也正是从此意义上说,2001 年已成为中国股票市场发展过程中的分水岭,当前的股票市场正处于过渡时期,并将决定中国股票市场向长期动态一般均衡发展的起点和路径。

一、对 2001 年及其之前中国股票市场的总体判断:持续性的短期局部均衡被打破

中国股票市场在 2001 年及之前十年的发展是一种在封闭状

态下的发展。这种封闭有两种含义：一是对外封闭，其含义十分明显，不用作者在此赘述；二是股票市场的建立和发展基本奉行的是渐进式增量改革政策，是在“封闭”原有计划经济“存量”的基础上进行的。比如：我国的股票发行采用的是增量发行方式，上市公司大多都是原国有企业，在剥离非经营性资产和不良资产之后，以优质“资产”为基础，再确定国有股和法人股的数量，之后通过发行新股票而上市，而且只有新发行的股票才能进入二级市场。这种发展本身是中国渐进式经济改革思想在证券市场上的实践和体现。但是，在这种封闭状况下，由于流通股持有人往往是居民和非国有机构，且相对国有股东而言，它们是小股东，因而我国国有企业的上市中就隐含着小股东对国有大股东的委托——即对国有大股东优良经营能力的信任委托，这种委托的背后就隐含着对国家信用的“委托”。从而给上市公司的治理结构留下诸多隐患，造成市场功能的缺损，并引发了一定的市场投机行为。

股票市场的基本功能定位是为国有企业改革服务，特别是提供融资功能。然而非政府的其他市场参与者的目标却并不完全如此，因而在渐进式增量改革政策下形成了一种特定的封闭条件下的市场均衡预期。这种预期并不完全由政府所左右，从而被一些具有信息优势或（和）资金优势的市场参与机构所利用，甚至由于对国有大股东的隐含委托的存在，市场风险最终被转嫁给国家，形成中国股市特有的“泡沫”——即典型的转型经济中市场短期局部均衡特征，这种局部市场均衡特征在股票市场发展的前十年得以延续的条件就是上述市场封闭状态的维持。这也就是笔者把这种持续性的局部均衡确定为短期均衡的原因。

2001年中国股市暴露出的诸多问题，笔者认为主要是以下三类。从经济学意义上说，它们改变了股票市场原有的封闭条件，打破了原有局部均衡，促使股票市场向长期动态均衡转移。

首先，国有股减持政策打破了原有的“存量”封闭状态或者条

件,市场局部均衡遭到破坏,局部均衡状态下高估的股价一路下跌就不可避免。而进入 WTO 意味着对外封闭的条件也将解除,在此预期下先行推出的市场规范化改革措施,如:有关上市公司退市条例和推进上市公司治理结构建设等,必然要挤出局部均衡导致股价相对高估所产生的泡沫。股票行情大跌是原有局部均衡无法维持的市场第一反应和冲击。然而,政府忽视了,股票市场因高市盈率带来的融资功能的放大,是建立在局部均衡基础上的,封闭性和非流通股约束是维持这一局部均衡的基本要件。一旦流通股比例扩大,维持高市盈率的基础就会被破坏。也就是说,国有股减持直接打破了维持局部均衡的边界条件,市场积蓄的容量和人气并不足以消化这一政策,市场本身走向了与政府期望的相反方向。

其次,以上市公司、中介机构造假为代表所反映出的市场微观主体薄弱问题——上市公司相比原有的国有企业,其自我生存能力并未得到改善或提高,甚至在上市之前就丧失了自我生存能力,极大地破坏了公众对国有大股东的信任委托。我国证券市场上众所周知的“上市后一年绩优、二年绩差、三年亏损、四年 ST”现象;大股东圈钱等再融资过程中的虚假现象;随意更改募股资金的用途等“内部人”侵害全体股东利益的现象等等,都使得人们怀疑上市公司的真实性和市场的有效性。另一方面,上市公司亏损、预亏、预警的原因除了市场竞争激烈、产品价格大幅度下降、产销失衡、成本费用上升而业绩大幅度下降外,还包括不可抗力、执行新的会计制度、国际市场影响、设备大修理、打价格战、补贴收入未计入利润、税收调整、行政干预等等因素,理由五花八门。让投资者感到外部市场的小小变化都会导致上市公司无法生存,其现代化的企业制度结构并没有使其在竞争力方面优于一般企业,许多公司的资产收益率甚至远达不到银行利率水平。股票市场虽然为上市公司提供了融资,但是为企业改革服务的目的未能实现。这使得公众信心受到巨大打击,开始重新思考股票市场的功能定位及

其规范模式,客观上促使市场打破原有的局部均衡思维方式,向长期动态均衡靠拢。

第三,以“坐庄”操纵市场和违规资金入市为代表所反映出的投机问题,对股票市场的监管体系及其运作提出了重大挑战。这促使公众重新思考并设定其投资理念,投资者教育就是这一潮流的集中反映。但是,在公众未寻找到新的投资理念和盈利模式之前,市场气氛在大跌之后持续低迷是必然的结果。

同时,退市机制的推出和市场监管的加强等其他市场规范化政策措施的同时推出使投机性的泡沫遭到迅速的挤压,股票市场多年积累的问题一并爆发出来,市场自身的发展规律与其维持局部均衡所需的边界约束条件发生了激烈的冲突。国有股减持方案的设计者曾试图避开这一矛盾,用较小的减持量换取较多的资金充实社保基金。但暴跌告诉我们,市场的发展已经要求人们正视非流通股问题,正视封闭状态下市场局部均衡的长期发展演变问题,以期找到一个彻底解决问题的办法。

综上所述,笔者认为,从长期来看,2001年已成为中国股票市场发展过程中的分水岭,中国股票市场的初创期或者说试点时期结束,推倒重来是不可能的,自此步入一个新的历史发展阶段——动态一般均衡发展时期。

二、对当前股票市场的看法:过渡时期与转折点

2001年6月底以来的市场急剧下跌表现为涉及绝大多数的个股的普跌行情,揭示了造成市场下跌的并不只是市场的内部结构性变化,更重要的是管理层的政策改变了市场原有的边界条件,即:前文所言市场局部均衡被打破,向长期动态一般均衡发展转移。

我们应该看到股市暴跌后的振荡行情是中国股票市场短期局

部均衡被打破后无方向性的表现,同时也预示着在中国成为 WTO 正式成员的前夕,中国股市局部均衡被打破之后的过渡时期开始,蕴含着市场长期发展的转折点。

首先,我们不妨重温中国的一句古话“不破不立”。股票市场暴露出如此之多的问题,正好为政府和公众在 WTO 过渡期开始之初就充分揭示出中国股票市场的功能定位及其市场结构和微观基础方面存在根本问题,以及与国际惯例之间的巨大差距。这必然会促使政府在 WTO 过渡期内,从全面动态的长期均衡角度出发,解决我国股票市场的运行机制与规范问题,彻底打破“政策市”桎梏,避免与国际接轨过程中可能产生的巨大冲击。

其次,公众对股票市场的功能定位和规范模式的重新思考,是我国股票市场向全面动态的长期均衡发展的内在要求和动力。可以说,市场最后的均衡是市场参与各方长期博弈的结果,各种投机心理必然得到修正,最终是各方制衡下“俱荣”或“俱损”的局面,而国家政策将决定走完这一长期动态均衡博弈过程的路径和社会福利损失。国有股减持叫停就是这一问题最好的例证。从中,我们也可以看到政府着眼全局和长期发展的气魄。公开征集国有股减持方案也使我们相信,政府将采取一个“多赢”的政策,启动我国股票市场向长期动态均衡发展的步伐。

第三,包括上市公司、国有企业和私营企业在内的,中国经济微观主体的改造是构建一个健全的市场经济体系的基础,这一点在整个经济改革过程中是绕不过去的。在股票市场的基本架构初步完成之后,其本身在长期动态和全面开放条件下的规范和发展有着自身的内在逻辑和要求,为企业改革服务的“历史使命”已经完成。各类上市公司都必须发展出自身的自我生存能力,才能面对残酷的市场竞争。在这一终极意义上,股票市场是帮不了他们的,相反,股票市场将成为他们的评判者和筛选器,全面促进企业的优胜劣汰。