



国泰君安系列报告

大蓝筹时代：2004 年 中国证券市场 投资策略

Blue- Chip Era: Investment Strategies
for China Capital Markets in 2004

主 编 / 刘 慧 敏
国泰君安证券研究所

社会科学文献出版社

· 国泰君安系列报告 ·

大蓝筹时代:2004 年中国证券市场投资策略

主 编 / 刘慧敏

出 版 人 / 谢寿光
出 版 者 / 社会科学文献出版社
地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号
邮政编码 / 100005
网 址 / [http:// www .ssdph .com .cn](http://www.ssdph.com.cn)
责任部门 / 财经与管理图书事业部
(010)65286768
策划编辑 / 周 丽
责任编辑 / 王晓健 陆 辉
责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部
(010)65139961 65139963
经 销 / 各地书店
读者服务 / 客户服务中心
(010)65285539
法律顾问 / 北京建元律师事务所
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 / 30. 25
字 数 / 492 千字
版 次 / 2004 年 3 月第 1 版
印 次 / 2004 年 3 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7 - 80190 - 173 - 8/ F · 074
定 价 / 49. 00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

大蓝筹时代：2004 年中国证券市场投资策略/ 刘慧敏主
编. - 北京：社会科学文献出版社，2004. 3
(国泰君安系列报告)

ISBN 7 - 80190 - 173 - 8

. 大... . 刘... . 证券交易 - 资本市场 - 经
济预测 - 中国 - 2004 . F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 125929 号

序 言

回顾 2003 年，作为中国证券市场的重要参与者，我们深刻地感受到：市场新旧投资理念的碰撞是如此激烈、市场的结构性调整是如此惨烈、境内外市场走势的对比是如此鲜明、市场各方对关系中国证券市场前途问题的讨论又是如此坦诚、深刻。

然而，我们更有理由相信，2003 年也将成为中国证券市场发展的又一个重要里程碑。这是因为：

以基金、券商、保险公司和 QFII 为代表的机构投资者已经成为引导证券市场发展的中坚力量，一个以机构投资者为主导的市场格局正在形成，这无疑是中国证券市场走向成熟的一个重要标志。

在金融全球化的大背景下，2003 年中国证券市场在加快国际化方面的努力也留下了浓墨重彩的一笔。其中 QFII 制度的正式实施，已经率先拉开了中国证券市场投资理念及市场结构与国际接轨的序幕。国际经验表明，这种接轨的战略意义不容低估。

2003 年又是中国证券市场价值投资理念兴起，同时也是坚持价值投资理念的投资者获得丰厚回报的一年。价值投资理念的重要性可能从未像今天这样受到市场的广泛认同，可以毫不夸张地说，这是中国证券市场又一次重要的质的飞跃。

在价值投资理念背景下，中国证券市场正在以自己特有的方式和路径向宏观经济基本面回归，并分享中国经济快速增长的成果。蓝筹股的投资价值在 2003 年开始得到充分体现，预示着中国证券市场的大蓝筹时代正在向我们走来。

“两岸猿声啼不住，轻舟已过万重山”。

展望 2004 年，中国宏观经济景气周期的持续、产业结构调整的重工业化趋势、机构投资者的蓬勃发展以及国有资产的战略性并购重组等因素，将给中国证券市场注入更多的活力。而中国证券市场作为一个“新兴加转轨”的市场，其中所孕育的巨大投资机会也正在得到境内外投资者的广泛认同。我们认为 2004 年证券市场的投资机会



对坚持价值投资理念的投资者来说，依然是值得期待的一年。

通过对宏观经济形势、证券市场政策和产业结构演变趋势的分析，国泰君安研究所认为，2004年的证券市场将彻底摆脱熊市局面并全面进入大蓝筹时代，价值投资依然是2004年股市的主旋律；固定资产投资和产业结构升级这两大因素共同促成中国经济处于中长周期的扩张期，周期性行业已率先启动，把握行业景气周期，精选行业龙头是上佳投资选择；国资改革和国有股减持也隐含着较大市场机会。在这种情况下，确定相应的投资主题和投资策略已经成为投资者取得超额收益的关键之举。呈现在读者面前的这本书，就是国泰君安研究所对2004年证券市场投资策略方面的最新研究成果。

国泰君安研究所历来是价值投资理念的积极倡导者和拥戴者，多年来一直潜心致力于基本面研究和价值发现。因为只有在价值投资成为主导的时代背景下，研究才能创造价值，并最终得到市场的回报。通过研究服务，2003年在《新财富》杂志首次通过基金经理投票方式对国内券商研究机构进行的评比中，研究所不仅被评为“本土最佳研究团队”，而且被评为最佳分析师的人数也雄踞第一，并占据“半壁江山”。我相信在新的一年里，他们会进一步发挥优势，不断提高研究工作质量和服务工作水平，继续为广大投资者奉献更多有价值的研究报告。

最后，我衷心希望我们为大家精心准备的这本2004年证券市场投资策略报告，能够为投资者在新的一年里进行成功投资提供有益的思路和决策参考。

国泰君安证券公司总裁
刘慧敏

2004年元旦

踏准产业周期性上升中的投资节拍

2003 年的中国证券市场终于在年末燃起了大家对 2004 年的憧憬，尽管我们只能用“局部牛市”来形容过去一年的市场，但它毕竟给煎熬多年的投资者造就了机会。对以基金为代表的机构投资者而言，2003 年的收获不仅是可观的投资收益，更是一种价值观的认同；但对于大多数个人投资者而言，也许还没有完全摆脱困境，那种面对市场冰火两重天的感受，可能比单一的天寒地冻还难受。那么，2004 年股市将是怎样一种走势，整个证券市场又将出现哪些新的机会呢？简单地看，今年是去年的延续，而去年出现在证券市场中的某些现象，也许影响深远，如价值投资理念的兴起等。因此，我们可以温故而知新，沿着 2003 年的投资理念转变及经济增长特点这两条线索去把握 2004 年的市场脉络。

机构投资者时代造就新的投资理念

目前，基金的发行规模已经达到 1600 多亿元，社保基金入市资金也有 150 多亿元左右，QFII 的资金估计在 15 亿美元以上，仅这些资金累计起来，应该占到流通市值的 12% 以上。当我们发现几乎所有比较像样的上市公司的前十大股东都有基金的时候，真感受到这 10% 的威力竟然如此之大，而我们以往经常喜欢神化的庄家们踪迹却并不多见。原本我们大家习以为常的是庄家们的控盘炒做，看到的是“筹码锁定性溢价”，而 2003 年出现频率很高的一个词却是“流动性溢价”——大资金只有在大市值股票上运作才有盈利空间。

当初人们听到超常规发展机构投资者的时候，听到要引入 QFII 的时候，只是简单地把这些看成是增加市场资金供给的利好，然而，深受套牢之苦的投资者却发现这些资金并不是来解放自己。2003 年这种投资理念的转变不仅是有非常深层的基础，而且近乎疯狂，于是就有了所谓冰火两重天的“二八定理”。2003 年确实具有划时代的意义，



它改变中国股市历年来齐涨齐跌的格局，系统性风险似乎缩小了。即便在全流通问题还没有解决的情况下，一批蓝筹类股票也毅然崛起——似乎是物有所值。

从机构投资者的比例和证券市场的开放度来看，中国股市仍然要远远低于成熟市场，甚至远远低于许多新兴市场，例如在韩国股市，境外机构投资者的比例在40%~50%。但我们在去年这种投资理念上的国际接轨步伐，也明显超过了我们股市的开放速度，因此，有人怀疑价值投资理念能坚持多久，大蓝筹时代能走多远。尤其在2004年，市场还依然会以价值投资这条主线来展开？这的确是一个非常有争议的问题，但对于新兴市场朝成熟市场靠拢这个趋势，应该是坚信不疑的，而且价值观念的趋同领先于市场接轨在资本市场以外的领域里也是十分常见的。

既然这种投资理念转变是去年才刚刚形成的，我们就很难断言在今年又会复归原位，因为趋势一旦形成，是很难在短期内扭转的，正如一个著名的投资家所言：钟摆是不会在中间停下来的。更何况理念转变的物质基础已经形成。当然，价值投资理念、崇尚蓝筹等，并不表示市场将一直这样的理性下去。即便是成熟市场，它同样存在非理性的阶段，只不过它在大部分时间内，市场估值水平是相对合理的。但市场的变化总是周期性的，从恐慌性的下跌、价值被低估，到市场恢复信心、价值实现，再到市场信心高涨、价值高估，如此周而复始，成为无法抗拒的规律。2003年的市场应该是属于信心恢复阶段，而且基本上是按价值投资这一理念展开的，蓝筹股的概念刚开始深入人心，还处于价值实现阶段。2004年这种价值实现的过程应该还能持续下去，至于能否贯穿全年，会不会加速上升而形成蓝筹泡沫（作为新兴市场，蓝筹股无论从规模和数量，都无法和成熟市场相提并论，处于僧多粥少的状态，有些属于周期性行业的大市值公司，往往也会被当作蓝筹股来看待），确实很难预料，“只缘人在此山中”。

看长经济周期中重化工业的上升时间

去年年初，我们对2003年行业投资策略提出的建议是“超越防御”，投资周期性行业，这一策略在过去一年中被证明是对的——2003年局部牛市除了大市值股票的估值水平得到明显提升这一特征外，另一个更鲜明的特征是所谓对“核心资产”的推崇，如汽车、钢铁、有色金属、石化等周期性行业上市公司的股价表现非常好，这其

中的背景就是中国进入了一个经济高速增长的周期，以汽车和住宅消费为特征的消费升级、以城镇化为主导的大规模基础设施建设、以成为世界制造业中心为目标的工业化，构成了这一轮经济周期性上升的三大动力。这三大动力推动了产业链的上游加速发展，有人将这一阶段和日本 50 年代到 70 年代的重化工业高速发展相提并论，如果这一判断成立，那么，我们对钢铁、石化等行业的看好时间就应该更长一些。也许，这就是中国股市酝酿大牛市的基础。事实上，中国海外上市股票在过去一年里几乎走了一整年的大牛市，而且，表现好的股票也多属于国内“核心资产”行业内的。那么，2004 年行业的选择又会怎样排序呢？

电力、钢铁、工程机械、石化、有色金属、汽车、港口、机场、煤炭、连锁商业等是我们看好的行业，我们在对行业排序的过程中，初步尝试了通过国际估值比较的方法，当然，这种比较仍然是很不充分的，不仅是由于我们和成熟市场所处的产业发展周期不同，同一产业缺乏可比性，即便是有可比性的产业，由于上市公司的规模和公司管治水平的不一，也很难比较。尽管如此，我们在国际比较中，还是感受到了中国行业发展的增长率非常迅猛。如下表：

	主营业务收入 增长率(%)	主营业务利润 增长率(%)	税后利润 增长率(%)
道琼斯工业指数 (1998~2002)	5.83	2.05	- 7.28
上证 180	24.44	21.34	9.70

对于 2004 年各个行业的发展前景，业内同样存在一定的争议，从产业上端的投资，到下端的消费，都有不同的看法。但不管如何，2004 年中国经济依然保持快速增长应该没有异议，尽管增长率可能会有所下降。但有一个值得注意的现象是，民间资本在中国固定资产投资中的份额不断增大，而且这些资本在前几年大规模进入的行业，现在看来都有丰厚的回报，如房地产、钢铁、煤炭、电力等。对于 A 股这轮滞后于经济周期启动的行情，应该可以多关注这些民间资本的流向，如果它们从某个行业大规模退出或投资比例大幅减少，是否暗示这个行业不再看好了呢？总之，民间资本是最活跃、最具市场性的资本，它流向哪里，哪里就可能孕育着机会。

从我们对 2004 年看好的行业看，似乎没有形成新的亮点，而且，看好的行业在去年也已经有了不小的涨幅，这是否意味着投资价值不



大了呢？这其实是一种见仁见智的抉择，如果把行业周期上升的时间看得更长些，那么，去年的热点依然将成为今年的亮点。经济增长带动的将是各行各业的蓬勃发展，有些是我们能够预料到的，更多的机会则是眼前很难预见的。只要这种增长能够持续，那么，“做多中国”应该不会错。

2003年年末还有一个现象值得大家注意，那就是资金的宽松，这与往年大不一样。我们的债券市场投资策略报告中同样也不看坏今年的债券市场，这与股市和债市此消彼长的传统理论也不相符合，但理论总是对已经发生过的事件的一种归纳。也许宽松的资金来自于对人民币升值的预期，也许是从某些行业投资中退出，也许是一种短暂的现象，但的确会对资本市场产生影响。因为资本总是趋利的，资本不会在乎投资市场的理性与否，正如2001年大量股市资金流入房地产市场一样。

中国的股市总是在一些重大的、长期性的问题悬而未决的情况下，兴起一轮又一轮行情。这其实可以看成是股市的周期，如这一轮升势所以落后于H股，与国有股问题迟迟没有解决不无关系，尽管股市终于发动了，但问题还是留了下来。也许，中国股市就是这样曲折地发展着，直至成熟。我们所提供的投资策略或建议同样也有很多不成熟之处，真诚希望得到诸位的批评指正。

国泰君安证券研究所所长
李迅雷

2004年1月



序 言 刘慧敏 / 1

踏准产业周期性上升中的投资节拍 李迅雷 / 1

第一篇 2004 年 A 股市场投资策略
(策划：李迅雷)

大蓝筹时代——2004 年股市投资策略报告
..... 徐凌峰 杨 昕 于 洋 刘令仪 周克瑜 / 3

基于通胀预期和人民币升值预期背景下的投资机会
..... 周克瑜 / 28

国有股流通背景下的投资机会分析
..... 彭 艳 于 洋 / 40

基于财务指标的蓝筹股产业周期界定及投资策略
..... 陈 亮 / 52

第二篇 2004 年债券及周边市场

(策划：谢建军)

债券市场	短期压力难抑投资机会	
.....	王晓东	林朝晖 / 71
B 股市场	2003年回顾与2004年展望	
.....	莫言钧	/ 117
三板市场	期待政策的春天	
.....	于 洋	/ 127
2004年香港股市展望及 QFII 投资理念探讨		
.....	蒋有衡	吴雪莲 / 134

第三篇 行业投资策略

(策划 吴寿康)

把握新一轮经济周期的行业脉搏——2004 年行业投资策略	
.....	王战强 王 炫 金 斌 / 145
钢铁行业：经济高增长带动行业快速发展	
.....	郑 东 / 172
石油石化：宏观经济供需关系推动行业持续上扬	
.....	侯继雄 / 185
电力行业：需求增长推动行业快速发展	
.....	姚 伟 / 199
工程机械：整体快速增长，细分行业有差异	
.....	许运凯 / 209
汽车行业：抓住行业龙头，把握投资机会	
.....	张 欣 / 216
汽配行业：整体快速增长，上市公司业绩继续分化	
.....	许运凯 / 225

有色金属：多种因素继续推动行业快速发展			
.....	周 明 /	230	
金融行业：银行业增长趋缓，证券业有望走出谷底			
.....	伍永刚 梁 静 马国旗 /	245	
化工行业：原料价格有望保持，制品价格可能上调			
.....	康 凯 /	259	
港口与水运：2004 年保持高增长			
.....	高广新 /	274	
航空运输：运量稳健增长，业绩波动较大			
.....	罗 文 /	288	
零售行业：连锁类上市公司已具投资价值			
.....	徐晓芳 /	295	
房地产业：人民币升值预期下的供需双增			
.....	张 宇 王 忻 /	301	
电信行业：CDMA 投资增加，行业形势转暖			
.....	王战强 /	312	
电子元器件：迎来温和的周期高峰年			
.....	肖利娟 /	319	
计算机应用服务：行业总体向好尚需时日			
.....	彭继忠 /	331	
计算机设备：2004 年将迎来 PC 市场增长的阶段性高点			
.....	魏兴耘 /	342	
家电行业：进入大调整时期			
.....	李小勇 金 斌 /	353	
医药行业：关注有国际比较优势和持续增长的公司			
.....	陈希怡 /	364	
旅游行业：摆脱 SARS 影响，行业重拾升势			
.....	谭晓雨 孙建平 /	378	
纺织行业：2004 年下半年孕育投资机会			
.....	李质仙 任 静 /	390	





.....	瞿永祥 / 408
建筑行业：稳定增长与低效运行	
.....	陈 亮 / 422
造纸行业：淡化行业，关注公司	
.....	王 峰 / 437
建材行业：水泥竞争趋紧，玻璃行业逐渐复苏	
.....	王 炫 / 448
传媒行业：投资机会在于深度重组	
.....	谭晓雨 / 456

2004

第 一 篇

2004 年 A 股市场
投资策略

策划：李迅雷

大蓝筹时代

——2004 年股市投资策略报告



徐凌峰



杨 昕

于
洋

刘令仪

周
克
瑜

要 点：

基于对宏观经济继续向好及市场政策环境相对宽松的环境判断，再结合结构性调整趋势和机构投资者主导市场的股市运行特征，我们认为 2004 年的股市将彻底摆脱熊市局面并全面进入大蓝筹时代。价值投资依旧是 2004 年股市的主旋律，把握行业景气周期、精选行业龙头股票是上佳的投资选择，而国资改革和国有股减持隐含着市场机会。

2004 年股市环境

中国经济领涨全球；

物价指数有望反转，成本推动型通胀带动上游产业继续走强；

货币政策适度紧缩的基调不会阻挡经济增长趋势；

2004 年股市政策环境相对宽松，国有股减持试点将更多考虑流通股股东利益；

台海局势、QDII、中小企业板等成为市场不确定性因素。

2004 年股市运行特征

结构性调整继续推动大蓝筹时代；

机构投资者引领市场的作用日趋明显；

H 股和 B 股市场与 A 股市场的内在关联度有望增强。

2004 年股市投资策略



把握行业增长周期，集中行业配置；
选择行业龙头、投资大蓝筹股票；
在国有资产管理体制改革中寻找并购重组机遇，关注牛市格局下的套利性重组；
把握国有股减持等“创新”给二级市场带来的投资机会；
新一届政府区域性经济路线图的转变为辽宁、深圳等区域板块的上市公司创造了发展机会；
国际定价差异比较显示投资机会。

一 2004 年股市环境

(一) 2004 年股市仍处于宏观经济快速增长周期之中

1. 2004 年宏观经济走势支撑企业盈利增长前景

预期 2004 年宏观经济将保持 8% 以上增速，宏观经济快速增长周期未发生趋势性转变。而企业赢利依旧处于上升周期，让我们对 2004 年企业总体赢利增长前景继续持比较乐观的预期。

表 1 - 1 影响 2004 年中国经济增长的主要因素

可能造成 2004 年经济增长放缓的主要因素	有助于稳定 2004 年经济增长的主要因素
信贷高速扩张势头在紧缩政策环境下很可能受到进一步抑制。 受资本充足率的制约,主要商业银行的信贷冲动客观上也会有所降低。 地方政府换届因素对投资的推动作用在 2004 年趋于减弱。 FDI 同比增幅已连续 4 个月大幅下降,随着 2004 年全球经济进一步复苏,中国 FDI 全年数量继续下降的可能性较大。 出口退税率下调,加上 2003 年出口基数较高,2004 年出口增幅下降几乎不可避免。 基于人民币升值压力,政府加大进口力度的政策倾向非常明显,2004 年净出口对经济增长的贡献将进一步减小。	通胀预期的形成和物价反转趋势的确立,应该有利于进一步刺激 2004 年的消费增长,这很可能成为稳定 2004 年经济增长的强有力因素。 投融资体制改革和私有产权保护写入宪法,对进一步调动民营资本的投资积极性作用不可低估,可部分缓解其他不利因素可能造成的投资放缓风险。 有迹象显示 2004 年增值税由现有的生产型增值税向消费型增值税转型的改革有望进入实质操作阶段,由于消费型增值税允许企业抵扣当年新增固定资产中机器设备投资部分所含的进项税金,因此十分有利于进一步调动企业尤其是重化工业企业固定资产投资积极性。

续表 1 - 1

可能造成 2004 年经济增长放缓的主要因素	有助于稳定 2004 年经济增长的主要因素
美国是中国贸易顺差的 最大对象, 在 2004 年美国总统大选之前, 人民币汇率政策将继续受到美国政治因素的挑战, 不排除美国进一步采取贸易制裁行动的可能性。	2004 年全球经济的进一步复苏, 应该也可以部分缓冲中国出口退税率下调带来的负面影响。

相关因素正在强化通胀预期。如：CPI 连续 10 个月上涨，尤其是 10 月份的涨幅更是高达 1.8%，创下 6 年来新高；10 月份以后大部分农产品价格全面飙升并带动食品类价格也强劲上扬；消费品价格的涨势近期也有启动的迹象。

我们认为始于 2003 年以来的居民消费价格指数连续上涨很可能具有反转性质，并且是个中期趋势。主要依据是：首先，在动力机制上，由于自 2002 年下半年开始中国的货币供给就连续表现出高速扩张的势头，因此 2004～2005 年两年中国 CPI 继续保持上升趋势至少在货币与物价的作用机制上是成立的；其次，从 CPI 上涨的构成因素分析，食品类价格和服务价格的权重占 50% 以上，而未来中国农产品价格和服务价格继续维持上升态势具有市场与政策上的双重基础；第三，中国产业结构的重工业化趋势以及重化工业本身所具有的建设周期长和产业关联度大等行业特点，决定了目前中国生产资料价格的周期性上升是可持续的。基于物价运行传导的一般规律，我们认为过去生产资料价格与消费品价格走势的严重背离不可能长期存在。如果

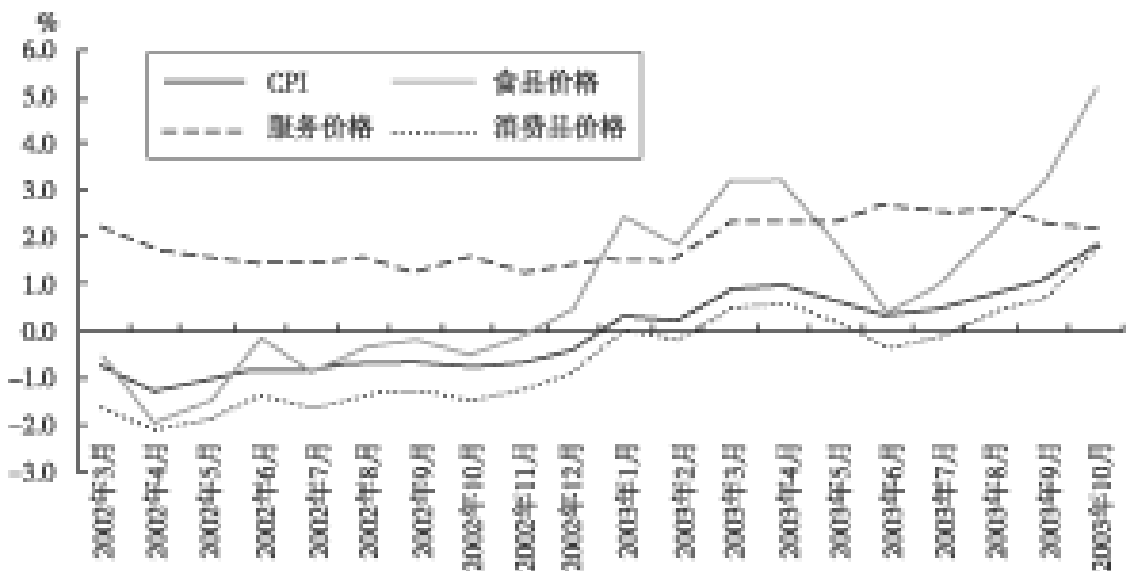


图 1 - 1 消费物价指数各成分全面看涨

资料来源：国家统计局，万德资讯。