

# 在全球资本市场中定位的 A 股

## ——投资策略周刊

武幼辉 宏观经济与策略 研究员； 张万成 宏观经济与策略 研究员

电话：020- 87555888-393

020- 87555888-339

eMail: [wyh6@gf.com.cn](mailto:wyh6@gf.com.cn) ;

[zwc2@gf.com.cn](mailto:zwc2@gf.com.cn)

### 上周市场评述与本周展望

◆ 上周市场出现大幅调整。虽然周二市场小幅反弹，但周三股指在中石油的严重拖累下走势急转而下。此后权重股带领股指大幅下调，并迅速击穿 5000 点的心理关口。市场成交量的不断萎缩也显示投资者态度更加谨慎，特别是周五两市成交量创下今年新低。短期来看，外围股市的跌宕不安将继续对 A 股产生负面影响，投资者的信心也需要时间恢复。下周一虽然将迎来巨量资金解冻，但不会有太多的资金进入二级市场。总体来看，我们认为市场仍然处在整固之中，但股指上涨和下跌的空间均十分有限。我们建议投资者不必过于悲观，继续关注市场风格转换之中受益的板块和股票。

### 投资主题：在全球资本市场中定位的 A 股

◆ 目前来看，外部风险、偏紧的政策面和资金面以及高估的中石油等三个因素将在短期内继续对市场产生负面影响。在各种负面因素的综合影响下，短期内 A 股的表现仍将低迷。但在目前的点位，股指上涨和下跌的空间均不会太大。今后一段时间，管理层的态度仍然是需要重点关注的，市场的资金面回暖和信心恢复尚需要时间。

◆ 对于坚守长期价值投资理念的投资者来说，过度纠缠于短期市场的振荡并无太大必要，更不应因此而动摇了对牛市的信心。如果我们将视野从国内延伸海外，从全球的金融环境出发，我们相信 A 股在未来仍然具备较高的吸引力。

◆ 我们认为：一、全球的资产价格繁荣周期并未结束。虽然美国次级债问题将导致未来全球经济放缓，但总体仍会保持较高增长，加上较为宽松的货币政策环境，股票仍将提供良好的投资回报。二、新兴市场仍然更有吸引力。在资金从以美元计价的资产中大举流出之后，新兴市场由于直接受到牵连的幅度较小，资金持续流入的迹象十分明显。三、目前 A 股在新兴市场中吸引力明显。考虑到近两年来上市公司的业绩增速及未来仍有可能保持较高的增长，A 股的整体估值水平是完全合理的。加上中国处于升值周期、低利率环境及奥运等因素，A 股对全球资金的吸引力仍是十分显著的。

◆ 从资金层面来说，我们认为接下来以 QFII、国际私人资本和港股资金等为代表的外部资金流入 A 股是可以预见到的。从二级市场上来看，投资机会也是明显的，特别是近期中小板表现出色，市场风格转换的特征十分明显，我们认为这一趋势仍将继续。无论如何，过分悲观并无必要！

### 市场基本数据

指数名称	周末收盘	指数涨幅
上证指数	5032.13	-5.34%
深证成指	16217.51	-3.05%
沪深 300	4856.16	-3.03%
恒生指数	26541.09	-3.89%

### 上周上证指数走势



### 上周深证成指走势



### 上周沪深 300 走势



### 上周恒生指数走势



### 上周沪深两市成交额（亿）

全部 A 股	4825.33	-17.03%
全部 B 股	47.16	-18.61%

## 投资主题：在全球资本市场中定位的A股

近期市场大幅下调，成交量持续萎缩，投资者信心也极度受损。目前来看，外部风险、偏紧的政策面和资金面以及高估的中石油等三个因素将在短期内继续对市场产生负面影响：

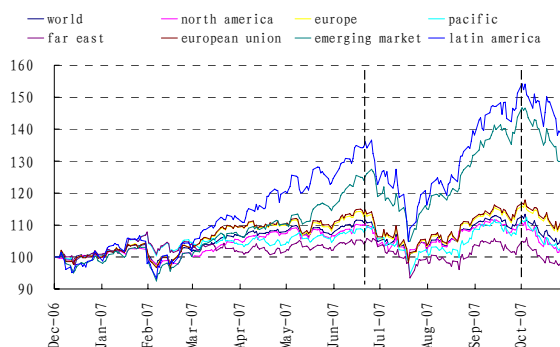
一、外部风险。最近几年中，全球股市的联动性明显加强。在6月份全球股市短暂下调之后，主要国家的股指均在10月份创出历史新高。但自10月底以来，投资者对美国次级债的担忧再次升级，外围股市遭受重创。截止到上周末，全球主要股指跌幅均在8%左右，而新兴市场的波动明显更大，跌幅达到11%，中国只是其中的一员。从美国近期公布的一系列经济数据来看，领先指标与消费者信心指数继续下滑，次级债及衍生的一系列问题仍将困扰投资者。

二、偏紧的政策面和资金面。管理层直接针对股市的态度和调控政策，比起常规化的宏观调控，其负面影响明显更大。目前基金的窗口指导并未完全放开，股市的低迷也导致“赚钱效应”缺失，新增开户数持续大幅回落。而越来越多的资金也不断从二级市场转向一级市场，新股申购冻结资金量屡创新高。在大盘新股还在密集发行的情况下，整个市场的资金面一直十分紧张。

三、高估的中石油。中石油对股指的负面影响已经显现出来，其畸形的股本结构和高调的上市严重拖累了上证综指。粗略计算，其股价较计入指数时的价格下跌了10.9%，直接带动上证指数下调130点。并且其它权重股股价在中石油的影响下，集体回落做空股指。目前中石油的A-H股溢价率为154.6%，仍大大高于中石化的127.4%。如果中石油股价回落至较为合理的30元，则将继续拖累上证综指约150个点。

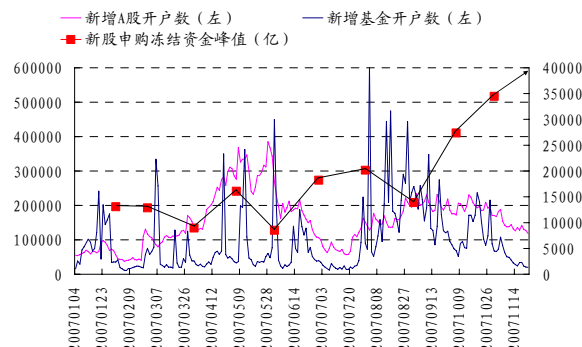
总体来看，在各种负面因素的综合影响下，短期内A股的表现仍将低迷，但在目前的点位，股指上涨和下跌的空间均不会太大。今后一段时间，管理层的态度仍然是需要重点关注的，市场的资金面回暖和信心恢复尚需要时间。

图 1: MSCI 全球股票指数近期均出现大幅下跌(指数经过标准化处理)



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 2: 新增开户数持续大幅下滑，但冻结资金屡创新高，资金进入二级市场意愿跌至低谷



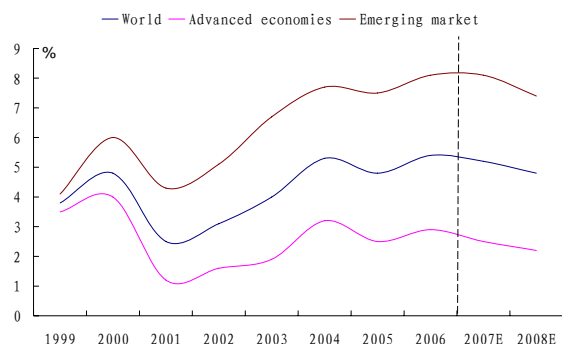
数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

对于坚守长期价值投资理念的投资者来说,过度纠缠于短期市场的振荡并无太大必要,更不应因此而动摇了对牛市的信心。如果我们将视野从国内延伸海外,从全球的金融环境出发,我们相信A股在未来仍然具备较高的吸引力。

一、全球的资产价格繁荣周期并未结束。全球股市从2003年起开始进入繁荣周期,原因在于实体经济的强劲增长和流动性的愈加泛滥,企业的经营状况也持续改善。2007年中期以来,全球资产价格波动剧烈。虽然美国次级债问题将导致未来全球经济放缓,但总体仍会保持较高增长,发生衰退的可能性几乎没有。加上较为宽松的货币政策环境,以目前全球股市的估值来看,股票仍将提供良好的投资回报。

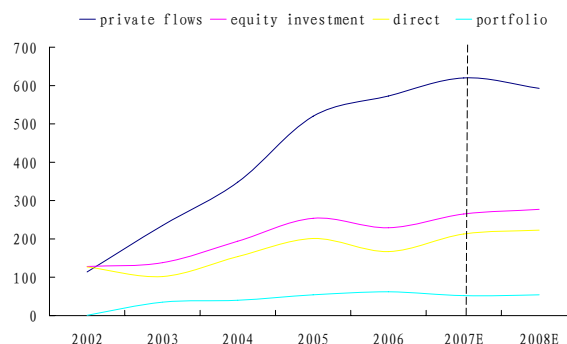
二、新兴市场仍然更有吸引力。近三年来,新兴市场的资产价格大幅上扬,表现极为耀眼。特别是流入新兴市场的私人股权投资大幅增加,导致其资产价格不断上涨。美国次级债问题爆发以来,美元表现疲软,在资金从以美元计价的资产中大举流出之后,新兴市场由于直接受到牵连的幅度较小,资金持续流入的迹象十分明显。今年8月份美国的资本外流达到了创纪录的1630亿美元,而同期IIF预测今年新兴市场的私人资本流入将达到创记录的6200亿美元,并将在未来继续增长,这将继续推高新兴市场的资产价格。

图 3: 全球经济未来将放缓,但总体上仍将保持高增长



数据来源: IMF, 广发证券发展研究中心

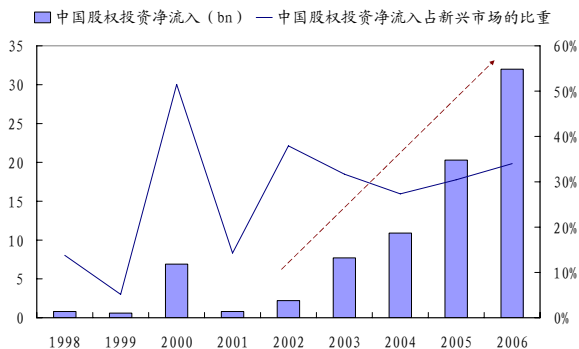
图 4: 私人资本持续流入新兴市场, 其中股权投资未来仍将增加



数据来源: IIF, 广发证券发展研究中心

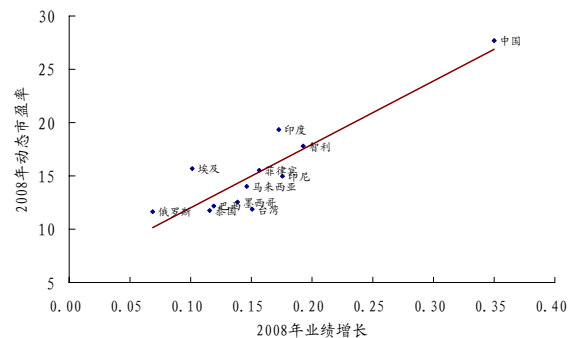
三、目前A股在新兴市场中吸引力明显。虽然A股的估值在全球范围内是最高的,但在近期的大幅调整之后,其绝对值已大幅下降。考虑到近两年来上市公司的业绩增速及未来仍有可能保持较高的增长,这一水平并非完全不合理。以市场的一致预期来看,A股的核心上市公司的业绩在08年将保持35%的增长,对应将近28倍的动态市盈率,在整个新兴市场中是完全合理的。如果考虑到中国处于升值周期(08年升值速度有望加快)、低利率环境(未来央行的加息空间明显有限)及奥运等因素,A股对全球资金的吸引力仍是十分显著的。

图 5：近年来，中国的股权投资净流入及占新兴市场的比重在不断增加



数据来源：IMF, IIF, 广发证券发展研究中心

图 6：以目前的估值水平及盈利预期来看，考虑溢价因素，A 股在新兴市场中吸引力明显

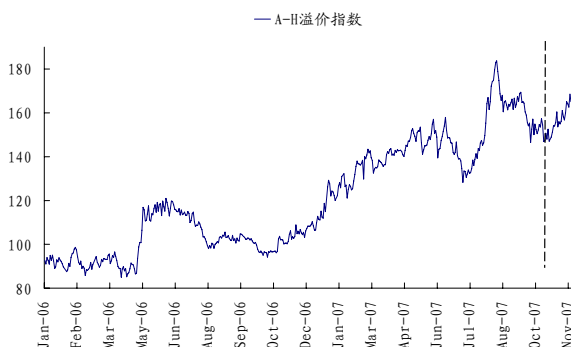


数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

因此，考虑到A股在全球资本市场中的定位，目前国内投资者过分的担忧并无必要。从资金层面来说，我们认为接下来外部资金的流入仍是可以预见到的：首先是QFII，今年5月份以来，QFII对A股的看法逐渐谨慎，其仓位比重较低，目前A股的调整给其带来重新入市的机会。其次是私人资本，过去几年中国的私人资本流入占据新兴市场的1/3，我们认为这一趋势仍将延续。最后是港股资金回流。过去一段时间，在政策变化之后，港股较A股回落的幅度更大，明显反映出资金外流，我们相信这其中相当一部分资金可能重新回流A股寻找机会。

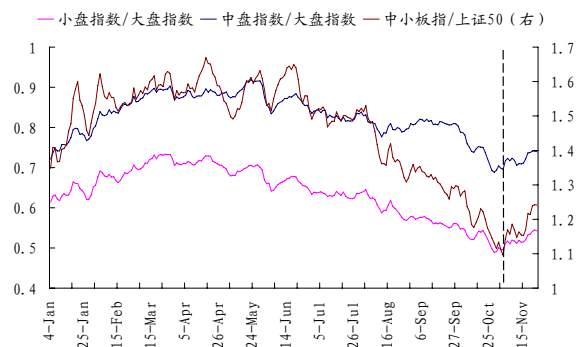
从二级市场上来看，投资机会也是明显的。我们早在3周前的策略周报之中开始提醒投资者市场风格可能出现轮换，应该重点关注超跌的二、三线蓝筹及小盘股。目前来看，11月份以来，市场风格转换的特征十分明显，中、小盘指数与大盘指数的比重在跌至历史低谷之后，出现了回转走势，我们认为这一趋势仍将继续。

图 7：近期 A-H 溢价指数并未收窄，港股跌幅更大，显示资金外流痕迹明显



数据来源：Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 8：近期市场风格转换特征明显，我们认为这一趋势仍将继续



数据来源：Wind资讯, 广发证券发展研究中心

无论如何，过分悲观并无必要！

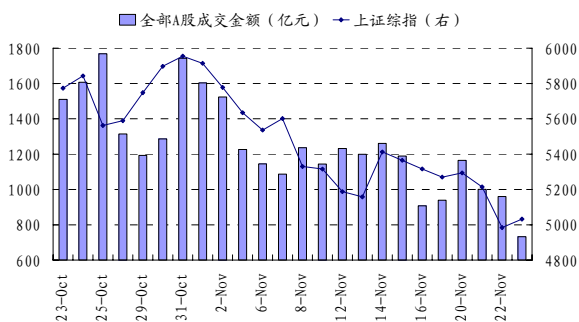


## 上周市场评述

### 上周市场回顾

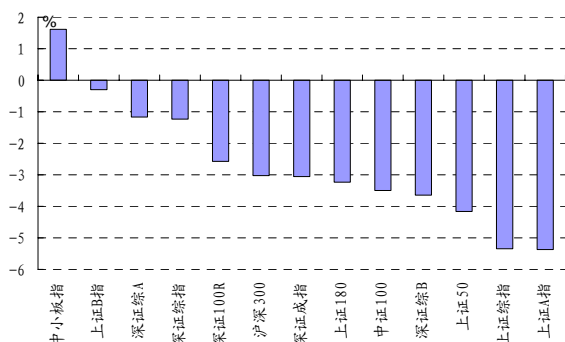
上周市场出现大幅调整。在持续偏暖的消息面的刺激下，周二市场小幅反弹，并在尾盘有所放量，特别是资金介入中小板的迹象明显。但周三股指在中石油的严重拖累下走势急转而下。在管理层态度再次表现出趋紧、外围股市继续大跌、新股申购冻结巨额资金等影响下，权重股带领股指大幅下调，并迅速击穿5000点的心理关口，盘中一度出现恐慌性抛盘。而市场成交量不断萎缩也显示市场态度更加谨慎，特别是周五两市成交量创下今年新低，一部分投资者对牛市的信心也发生了动摇。截至到上周末，上证综指收盘于5032.13点，一周大跌5.34%。

图 9：上周大盘大幅调整，成交量继续萎缩



数据来源：wind资讯

图 10：上周大盘出现普跌，中小板一枝独秀



数据来源：wind资讯

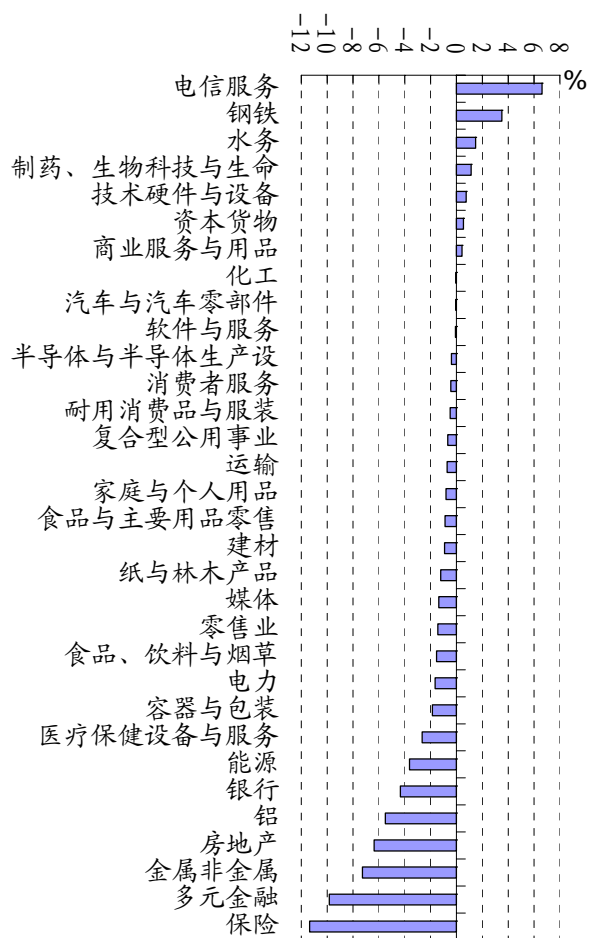
### 本周市场展望

短期内，外围股市的跌宕不安将继续对A股产生负面影响，目前投资者的信心已大幅下挫，在没有较大的利好之前，其恢复尚需要时间。下周虽然将迎来巨量资金解冻，但不会有太多的资金进入二级市场。总体来看，我们认为市场仍然处在整固之中，但股指上涨和下跌的空间均十分有限。我们建议投资者不必过于悲观，继续关注市场风格转换之中受益的板块和股票。

### 行业表现与估值

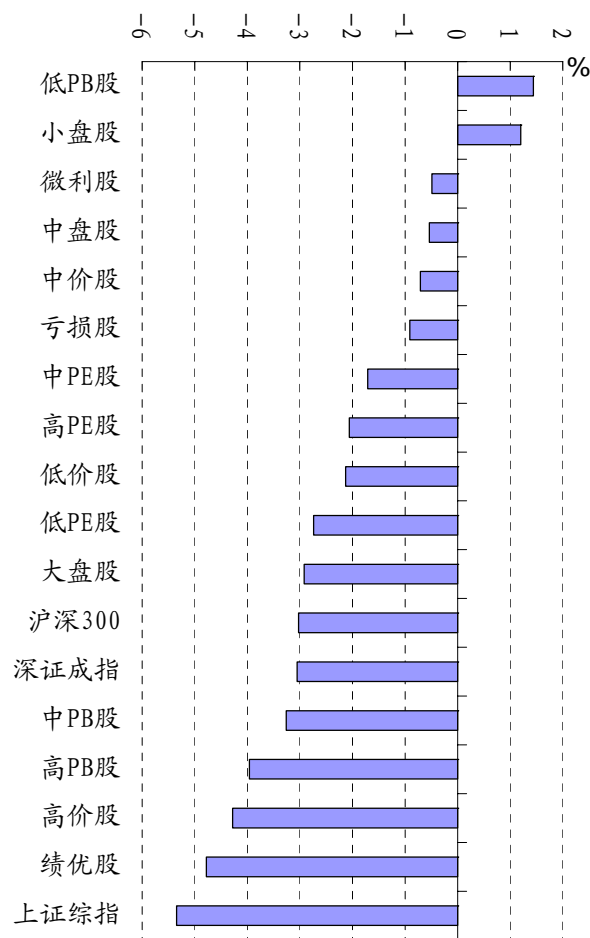
上周大部分行业均出现下跌。其中，电信服务在重组传闻之下，涨幅居首，前期大幅调整的钢铁在钢材价格上涨的刺激下，有所反弹，而金融、地产继续补跌，同有色金属一起领跌沪深股市。风格指数上，绩优股、高价股表现欠佳，前期超跌的低PB股、小盘股和微利股较为抗跌，显示热点仍在转换。截至到上周末，全部A股和沪深300以今年预测业绩计算的动态市盈率分别为37.36和37.42，以PEG指标来看，市场估值压力有所缓解。

图 11：上周不同行业涨跌幅



数据来源：wind资讯

图 12：上周不同市场特征指数涨跌幅



数据来源：wind资讯

表1：各行业盈利增长预测及估值水平

行业	总市值 占比	净利润增长率			动态市盈率		PEG 07-08cagr
		06e	07e	08e	06	07e	
能源	27.92	0.11	0.21	0.17	48.34	39.66	2.57
材料	10.36	0.42	0.51	0.32	48.46	29.03	1.18
化工	2.21	-0.10	1.94	0.36	159.77	40.19	1.59
建材	0.71	5.09	2.22	0.72	138.91	41.33	1.03
容器与包装	0.08	-0.06	0.70	0.40	71.42	34.48	1.31
铝	1.66	0.77	0.24	0.24	47.68	36.74	1.95
金属非金属	1.79	1.63	0.36	0.27	50.03	34.90	1.58
钢铁	3.43	0.24	0.37	0.29	29.13	20.31	0.88
纸与林木产品	0.31	0.09	1.13	0.49	63.23	26.10	0.81
工业	10.96	0.22	0.93	0.33	81.13	36.99	1.34
资本货物	5.24	0.57	0.93	0.38	91.31	36.90	1.44
商业服务与用品	0.05	-0.44	1.24	0.20	215.48	59.31	3.38
运输	5.68	0.07	0.93	0.30	72.93	37.01	1.25

可选消费	4.75	2.04	1.32	0.36	106.95	37.75	1.39
汽车与汽车零部件	1.42	0.90	1.15	0.31	73.26	31.40	1.08
耐用消费品与服装	1.52	n. a.	3.22	0.37	177.13	32.79	1.26
消费者服务	0.42	0.08	0.64	0.44	116.84	63.45	2.17
媒体	0.24	0.81	0.26	0.54	86.58	68.53	2.20
零售业	1.14	2.33	0.83	0.36	112.94	45.49	1.95
日常消费	2.56	1.83	0.70	0.42	112.12	57.19	2.03
食品与主要用品零售	0.29	3.67	0.62	0.41	77.50	43.12	1.51
食品、饮料与烟草	2.17	1.66	0.75	0.41	120.00	60.09	2.11
家庭与个人用品	0.09	1.19	-0.07	0.92	104.47	56.29	3.15
医疗保健	1.32	0.15	1.13	0.40	112.21	41.57	1.55
医疗保健设备与服务	0.04	0.18	-0.55	0.48	77.68	50.20	n. a.
制药、生物科技与生命科学	1.27	0.15	1.22	0.39	113.90	41.48	1.50
金融	37.10	0.33	0.78	0.43	66.70	36.76	1.12
银行	25.53	0.26	0.55	0.43	53.21	34.33	1.09
多元金融	1.92	-4.57	7.47	0.37	296.90	34.46	1.23
保险	6.55	0.77	2.42	0.35	155.53	45.47	1.36
房地产	3.10	0.79	0.79	0.73	101.13	47.34	1.33
信息技术	1.67	n. a.	10.09	0.45	-995.89	44.74	n. a.
软件与服务	0.32	n. a.	5.45	0.47	343.20	52.93	1.65
技术硬件与设备	1.24	n. a.	544.53	0.45	-296.76	43.20	n. a.
半导体与半导体生产设备	0.11	n. a.	0.46	0.38	64.38	42.58	1.55
电信服务	0.55	0.28	0.25	0.25	55.35	44.38	2.22
公用事业	3.12	0.19	0.23	0.20	49.00	34.87	2.29
电力	2.54	0.18	0.27	0.20	47.44	33.12	2.01
复合型公用事业	0.15	0.14	0.31	0.37	153.83	51.02	4.57
水务	0.25	0.13	0.06	0.15	66.14	58.60	6.37
全部 A 股	100.00	0.28	0.56	0.32	61.88	37.36	1.42
沪深 300	77.82	0.26	0.46	0.30	54.95	37.42	1.46

数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

注: 其中n. a. 表示计算过程中分母为负值, 导致结果无意义。PEG指标为当前静态市盈率与07、08年复合增长率之比。

表2: 上周广发证券研究员重点关注公司投资评级与盈利预测调整

公司 名称	所属 行业	研究员	调整前 评级	投资 评级	上周末 收盘价	目标 价格	07eps	08eps	09eps
同方股份	计算机	惠毓伦	无评级	买入	34.73	60.00	0.675	1.212	2.180
新大陆	计算机	惠毓伦	买入	买入	12.62	20.60	0.217	0.466	0.721
用友软件	计算机	惠毓伦	买入	买入	43.46	58.00	1.436	2.782	3.829
苏泊尔	家电	周瑾	持有	买入	44.80	47.00	0.64	0.97	
第一食品	食品饮料	袁航	买入	买入	25.28	36.60	0.446	0.564	0.692
天津港	交通运输	黄永琳	买入	买入	23.97	30.80	0.38	0.77	0.85

西宁特钢	钢铁	刘保瑶	买入	买入	19.38	50.00	0.472	0.874	1.351
上海机电	机械	刘智	无评级	持有	24.40	29.40	0.75	0.98	1.28
中国船舶	机械	刘智	无评级	买入	200.39	286.00	6.03	8.17	13.42
潍柴动力	汽车	黎韦清	无评级	买入	80.22	120.00	3.93	4.89	5.80
冀东水泥	水泥	谢永元	无评级	买入	16.00	22.40	0.44	0.64	0.94
贵糖股份	农业/食品	熊峰	无评级	持有	8.30	10	0.22	0.23	0.24
路翔股份	化工	郑屹				15.93-19.47	0.45	0.59	0.82
武汉凡谷	电信	李太勇				38.34-43.13	0.96	1.24	1.68

## 相关信息

客服人员：蒋培培

研究中心客服电话：020-87555888-390

研究中心地址：广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼

邮政编码：510075



## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。

广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其他专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。