

## 下半年A股难快跑 房地产成关键

证券时报记者 唐立

昨日是2014年下半年行情的起始日。沪指当天虽然表现出弱势震荡的态势,但收盘仍以一根假阴真阳的K线站上2050点。相较而言,创业板指强势明显,收盘上涨0.50%,在量能配合下已连续两个交易日收盘站在1400点大关之上。

### 回顾上半年:经济吃力题材给力

2014上半年,沪指在2000点一线进行窄幅整理。宏观经济的不景气和资金面的表实紧,是导致股指难以上行的重要原因。至于股指在2000点线下几度被托举,则是因为政策面的利好逐渐发酵所致。

尽管市场整体表现不佳,但热点题材的不断涌现,仍带给了市场一定的人气,使得投资者信心不至于溃散。此前,京津冀一体化概念升温,造就了宝硕股份、恒天天鹅等一批牛股。随后,军工资产证券化加速则将成飞集成送上上半年涨幅冠军的宝座。该股在资产重组的刺激下,股价扶摇直上,累计涨幅接近3倍。

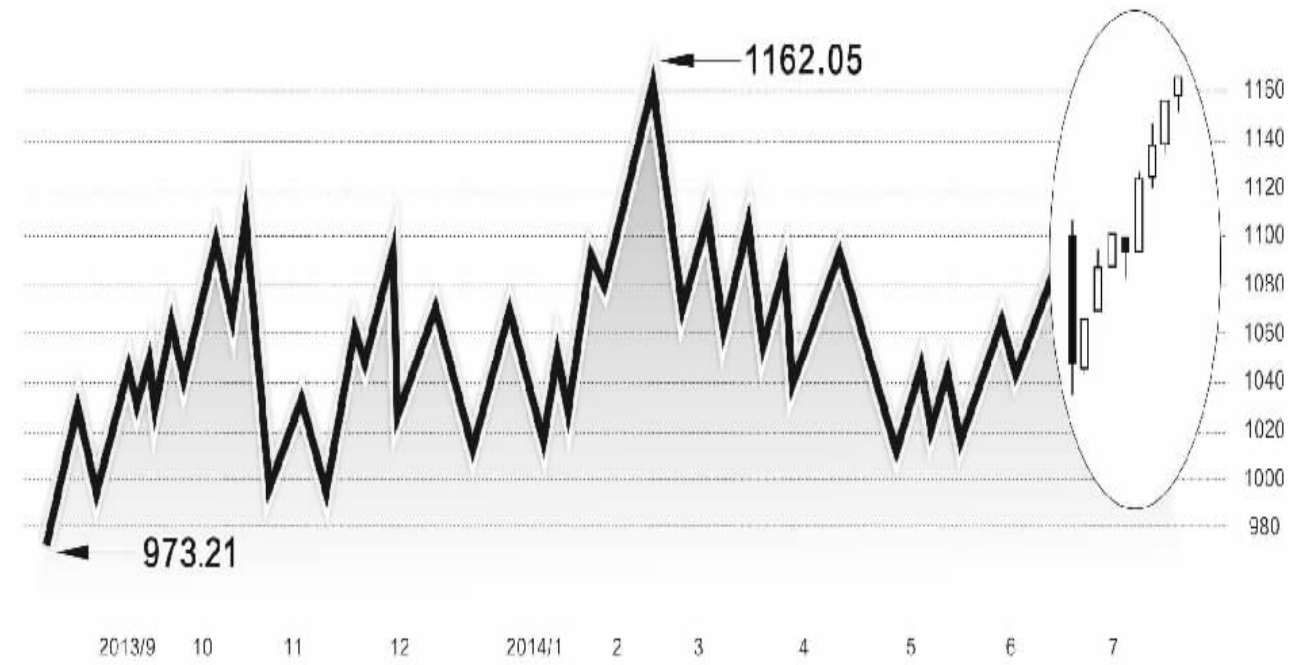
首次募集股份(IPO)再度开闸无疑是上半年股市的焦点事件之一。年初的IPO为二级市场带来了众信旅游、金轮股份等一大批牛股,这些新股累计涨幅翻倍的不在少数。次新股在整个上半年反复活跃,成为A股市场的一道风景线。6月,年内IPO再度开启,雪浪环境、飞天诚信、龙大肉食等竞相遭遇二级市场爆炒,上市首日均齐齐涨停。本次新股除自身表现异常强势之外,还带动了次新股以及参股新股概念的走强。比如,景兴纸业、轻纺城、羚锐制药等均因参股了相关即将上市的新股而获得市场资金的竞相追捧,景兴纸业在十余个交易日里已实现股价翻番。

### 展望下半年:谨慎乐观警惕地产

总体来说,尽管上半年A股熊冠全球主流资本市场,但市场人气尚在。下半年A股行情如何承接和突破?从券商已经发布的下半年策略报告来看,多数机构表示出一份谨慎。只是乐观者也保留了一份谨慎。

去年以来,安信证券因唱空A股而声名大噪。但在6月25日举办的策略会上,安信证券对下半年行情表示有望转好。安信证券首席经济学家高善文看平三季度的市场,四季度和明年一季度则转向看涨。但别忘了,在高善文比较乐观的看法里,实际上还包含着一个房地产切勿崩盘的前提,他认为:如果房地产看错了,出现了崩盘,那这个市场的风险很大,但基于现在的数据,这种可能性很小。”

近年来对股指预测相对靠谱的德邦证券,在预判下半年行情时同样是谨慎乐观。该机构认为,经济低位企稳,政策仍偏宽松,流动性改善,股市或有一段蜜月期,因此三季度行情或有反弹;但是长期来看,经济存在增速



深综指昨日收盘离近2年高点仅差61点

彭春霞/制图

### 部分机构下半年投资策略一览

机构名称	核心观点
中信证券	宏观基本面远虑及资金面存量博弈,反弹高度有限,反弹仍是减仓良机。
招商证券	市场整体将呈现弱势寻底走势,债市相对优于股市的特征有望贯穿全年。
中金公司	改革提高效率并改善中长期增长可持续性,加上大盘蓝筹股估值处于历史低位,短期区间震荡可能继续,但下半年市场走势乐观,将走出波澜壮阔的行情。
国泰君安	恐慌是估值提升的最大障碍,但也是进攻的号角。股指在底部区域中,建议及早以攻代守,对估值修复进行布局。
招商证券	下半年不排除“微刺激”加码带动经济和股市有阶段性反弹的。
安信证券	看平三季度,看涨四季度和明年一季度。
爱建证券	大盘指数预计向上,下跌空间小,结构继续分化。
银河证券	受政策托底,在不确定的时代寻找确定性机会。
太平洋证券	估值因素构成不成看多,下半年系统性风险概率较大,看空三季度,中期反弹减持。
德邦证券	反弹之后仍会回落,牛市条件不具备,下半年波动区间为1900-2200点。
东兴证券	存量资金博弈的格局持续。
国金证券	三季度市场向上概率大。

唐立/制表

放缓的担忧,反弹之后仍会回落,牛市的条件还不具备;预计股指下半年波动区间为1900-2200点。

银河证券则基于“经济持续低迷态势不变,但有政策托底”的考虑,针对下半年行情提出了“在不确定的时代寻找确定性机会”的观点。

可以预见,下半年一级市场的融资将继续。按照监管层的计划,届时将有约90家公司的新股IPO上市,发行新股募集资金总额预计600亿元,加上再融资募集资金预计将达到1200亿元,成为二级市场资金面无法绕开的事件。对此,爱建证券并不认为会成为二级市场资金需求的极大压力,因此大盘指数预计向上,下跌空间小。

由于房地产市场依旧迷雾环绕,因此太平洋证券与安信证券一样,将房地产市场因素列入行情预判的重要范围。太平洋证券认为,地产低迷对下半年经济的拖累还需警惕;考虑到宏观经济的下滑以及A股上市公司业绩进入下行周期,单纯考虑估值因素难以成为看多的理由。该机构还认为,下半年市场出现系统性风险的概率较大,尤为看空三季度市场走势。放眼中期,趁反弹减持或为上策。

## 经济进入3个月蜜月期

李筱璇

6月股市重心小幅上移,基本符合预期。7月份,我们认为政策刺激推动经济微改善,流动性无忧,新股发行(IPO)稍作休整后可能进入常态化,股指暂时看不到上下突破的动力,仍以结构性行情为主。预计7月上证指数核心波动区间在2000-2100点。

微改善构筑微反弹基础。1.经济边际改善继续得到印证,微刺激将继续助力微改善,经济进入3个月左右蜜月期。2.转型期市场经历了上半场的大幅系统性风险释放后,情况逐渐好转。但信心严重不足,进入反复试探、矛盾和希望纠结的筑底阶段,向下已不必悲观,向上还缺乏持续动力,可能有较长时间维持区间震荡格局。至少从目前可以预见到的因素来看,还看不到突破区间的迹象。

季末年中平安度过,流动性无忧。1.从上至下未雨绸缪,“钱荒”未再现。从目前政策倾向来看仍将趋松,即使尚难形成向上动力,但构成相对宽松的环

境。2.信托刚性兑付打破是加速无风险利率下行的关键事件。不过,一方面政府仍倾向于慢慢化解;另一方面,风险事件必将首先对风险偏好带来冲击,不稳定因素也加大经济下行风险,因此对于利率率系统性回落对股市的影响,不宜太乐观。

供求关系再度承压,关注IPO后续政策进展。IPO开闸再度带来结构性行情,这种结构性表现在市场节奏上,也表现在市场风格上。表现在节奏上,为满足持有市值要求,接近新股申购日前一两周,多方力量占优,且配置方向是低估蓝筹;新股集中申购期则显示了巨大的资金分流效应,市场全面下挫;新股上市后又带动次新股和相关小盘股活跃,大盘股依然低迷。当前IPO稍作休整,可能进入常态化。我们认为,一方面上述特征在风格上可能延续甚至强化,新股活化效应推升结构性行情;另一方面,存量资金状况下扩容依然偏空,但对市场运行节奏的影响可能逐步弱化。

(作者单位:申银万国证券研究所)

## 预期非理智蓝筹低估值 A股酝酿绝佳投资机会

	PE(倍)			PB(倍)		
	2005/6/3	2008/11/7	2014/6/20	2005/6/3	2008/11/7	2014/6/20
上证综合指数	16.5	13.2	9.9	1.6	2.0	1.3
香港恒生500指数	17.6	13.2	17.5	2.0	1.8	2.7
加拿大标普TSX综合指数	17.5	11.9	20.4	2.3	1.6	2.0
法国CAC40指数	2.3	3.5	26.2	2.2	1.3	1.5
德国DAX30指数	5.2	11.8	18.5	1.9	1.3	1.5
意大利富时MIB指数	9.9	7.7	28.2	2.2	1.0	1.1
俄罗斯莫斯科指数	21.5	2.1	23.1	1.7	1.0	1.5
英国FTSE100指数	13.8	9.5	19.7	2.5	1.5	2.0
巴西圣保罗综合指数	9.1	8.4	17.0	1.3	1.3	1.4
MICEX印度指数	6.0	3.8	6.7	1.0	0.8	0.7
沪深300指数	5.3	10.7	17.8	3.2	5.3	2.5
香港恒生指数	13.9	9.0	10.8	1.9	1.4	1.4
台湾加权指数	13.6	9.2	19.4	1.6	1.1	1.2

数据来源:彭博 彭春霞/制图

陈嘉禾 谷永涛

A股为什么曾经在2005年反弹?有人说是因为经济过热,有人说是股权分置改革。事实上,他们都忽略了一个核心问题:A股在2005年前后的估值,从重置成本的角度来看,在全球主要资本市场处于明显的相对低位。

在对比了G8市场,包括标普500指数、加拿大标普/TSX综合指数、法国CAC40指数、德国DAX30指数、意大利MIB指数、日经225指数、英国富时100指数、俄罗斯MICEX指数、金砖四国市场的印度SENSEX指数、巴西圣保罗证交所指数,以及中国香港和中国台湾的恒生指数、台湾证交所加权股价指数以后,我们发现,2005年6月前国际主要市场的主要市净率(PB)估值区间,约在1.2倍到3.5倍之间,其中核心区域约在1.5倍到3.0倍之间,而其时上证综指的PB估值约为1.6倍。

在之后的2008年11月,A股再次触及阶段性底部,但这种“全球估值最低”的情况并没有出现。当时全球主要市场的PB估值区间大约在0.6倍到2.1倍之间,而其时彭博提供的上证综指PB估值则在1.8倍到1.9倍左右,处于此一区间的高端。

现在,经过几年来市场对蓝筹股的抛弃和对小股票的追捧,上证综指的PB估值第二次处于全球市场最低区间:前者约为1.3倍,后者主要范围则在1倍到2.5倍之间。

值得注意的是,当前A股蓝筹

股的盈利能力反而在全球市场相对较高,这和2005年的情况完全不同。2005年的全球主要市场净资产收益率(RoE)主要区间为10%到20%,其时上证综指的RoE只有9.5%左右。而现在上证综指的RoE达到14%左右,全球市场的区间则在5%到18%之间。

此外,尽管A股过去几年的RoE上升有受到杠杆率增加的作用(主要是银行业大量上市),但是这种现象在全球市场普遍存在,因此以RoA(资产回报率)为口径统计的A股相对盈利能力情况,也和RoE体现出来的情况基本相当。

这种现象直接导致了A股以盈利能力计算的估值口径、市盈率(PE)估值相对全球市场处于一个前所未有的低估状态——当前上证综指的PE不到10倍,全球市场的主要估值区间则集中在15到23倍之间。

A股(主要是蓝筹股)当前无论按重置成本还是盈利能力所进行的估值,在全球市场都处于区间的最末端,以PB衡量的低估情况和2005年的大熊市时代相当,而以PE衡量的低估情况则前所未见。如此说来,无论市场对蓝筹股盈利能力下降的预期是否能够兑现,A股的全球性相对低估都是绝对不争的事实。

从另外一个角度说,市场预期真的那么理智吗?对蓝筹股的预期真是在反映经济下行的可能吗?当前A股、主要是蓝筹股的低估值,很可能并不是一个理智的选择。而非理智造成的低估,往往带来绝佳的价值投资机会。

(作者单位:信达证券)

## 华龙证券高级投顾余军:变盘窗口日益临近

股谚素有“五穷六绝七翻身”之说,A股在7月会否打出“翻身仗”?投资者又如何能在7月份掘金避雷?7月1日,华龙证券高级投资顾问余军做客证券时报网财经社区(<http://cy.stcn.com>)与网友交流A股7月份的投资策略。

网友:“五穷六绝七翻身”之说可信吗?

余军:股市确实有“五穷六绝七翻身”之说。不过,2013年以来个股行情越来越活跃,主板熊市的无序震荡和创业板为代表的牛市走势,表明中国股市目前处在一个熊市末期和牛市初期之间的震荡转换区,在这样的背景下,主板指数只是操作的参考。因此,我对于这句股谚在今年保持保留意见。

网友:股市上半年走势疲软的原因是什么?

余军:从新股发行冻结资金导致市场回购利大幅上升可以看出,目前的市场依然是一个存量资金博弈的市场。就指数而言,依然是弱势震荡盘跌的格局。但是代表经济转型的新经济板块表现并不差。上半年压制大盘的主要利空是对于新股扩容的担忧,但今年100家左右的新股发行规模已经将这一利空消化。

网友:从目前来看,上证综指2009年以来形成的大型收敛三角形可能已经运行到了尾部,随着波动幅度逐渐收窄,大盘正在步入分

岔路口,变盘窗口日益临近。大盘走哪个方向的概率更大?

余军:这个大型三角形整理末端的变盘是必然的,变盘向下的概率存在,但我认为今年下半年大幅跌破2000点的概率不大。

网友:从经济数据来看,情况似乎有所好转,三季度股市是否也会变好?

余军:从7月1日公布的采购经理人指数来看,经济确实在企稳反弹。但是这只是影响市场走向的因素之一。从大的背景来看,中国经济转型之路并不会一帆风顺,改革会带来短期的阵痛,这反映在股市中就是主板指数中期依然会处于反复震荡探底格局。

今年影响股市的主要因素一个是经济增长情况,一个是新股扩容,还有一个是房地产泡沫以及地方债务引发的金融风险。前两个因素目前来看已经比较确定,对市场的影响已经消除,第三个因素是制约大盘三季度以及下半年最为关键的因素。我认为,三季度股市出现系统性下跌的可能性不大,但是沪指逾越2150点以上的难度也不小,依然是主板弱势震荡,题材股活跃的市场格局。

网友:7月份看好哪些板块?  
余军:看好人工智能、航空航天、次新股。

更多内容请访问:<http://cy.stcn.com/talk/view/id-607>

## 6月增减持额环比双双大增

张刚

统计数据显示,6月份限售股合计减持市值为133.71亿元,比5月份增加54.02亿元,增加幅度为67.79%,为年初以来第二高;涉及上市公司248家,比5月份增加56家,增加幅度为29.17%;在分布上看,深市主板公司有15家,深市中小板100家,深市创业板97家,沪市公司36家。

6月份上市公司重要股东增持市值共计74.27亿元,比5月份增加31.68亿元,增加幅度为74.38%,也为年初以来第二高;涉及上市公司有86家,比5月份减少15家,减少幅度为14.85%;在分布上看,深市主板公司有17家,深市中小板34家,深市创业板10家,沪市公司25家。

6月份大盘继续窄幅震荡,限售

股减持额以及重要股东增持额环比双双大增,显示在市场将要选择运行方向的窗口期,产业资本分歧明显增大。从限售股减持看,深市中小板、创业板公司仍为被减持的主要群体,占公告减持公司家数近八成。创业板指在6月累计上涨6.57%,中小板指累计上涨3.07%,而上证综指仅上涨了0.45%。小市值品种的大幅领涨,引发产业资本大举减持,应是减持额大增的重要原因。若7月份继续上涨,或导致更大规模的减持。

从增持方面看,沪市主板公司和深市中小板公司被增持的公司家数占到六成多,创业板公司仅10家,与减持形成鲜明对比。同时,由于7月份开始披露半年报,预计主要股东增持现象将会减少。

(作者单位:西南证券)

6月份增持市值最大前十家公司				
股票代码	股票名称	增持股数(万股)	增持股数占总股本比例	增持参考市值(万元)
000002.SZ	万科A	12586.45	1.14%	105026.81
600383.SH	金地集团	12553.18	2.81%	101808.87
600307.SH	酒钢宏兴	44912.98	7.17%	100605.07
600525.SH	长园集团	6435.10	7.45%	70419.39
600067.SH	冠城大通	5500.00	4.62%	28824.12
000667.SZ	美好集团	12700.00	4.96%	21753.70
300124.SZ	汇川技术	674.81	0.87%	20540.62
000715.SZ	中兴商业	2159.95	7.74%	19578.29
002019.SZ	鑫富药业	750.00	3.40%	19188.41
600502.SH	安徽水利	2500.00	4.98%	17553.26

彭春霞/制图